

**ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ & ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΣΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ &  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ**

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**



**ΦΟΥΣΤΕΡΗ ΑΦΡΟΔΙΤΗ, ΜΟΕΣ/0929**

**ΕΠΒΛΕΠΟΥΣΑ ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ: Δρ. ΨΥΛΛΑΚΗ ΜΑΡΙΑ**

**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ**

**ΙΟΥΛΙΟΣ 2012**

*Στους γονείς μου*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

## ***ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ***

Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές ευχαριστίες μου στην επιβλέπουσα καθηγήτρια Δρ. Μαρία Ψυλλάκη, κυρίως για την εμπιστοσύνη που μου έδειξε, και την υπομονή κατά τη διάρκεια υλοποίησης της πτυχιακής εργασίας. Η συστηματική παρακολούθηση και η επιστημονική της καθοδήγηση, υπήρξαν για έμενα απαραίτητα εφόδια για την ολοκλήρωση της προσπάθειας αυτής.

Στη συνέχεια θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου, προπάντων, για την δυνατότητα που μου προσέφεραν να πραγματοποιήσω τις σπουδές μου. Ιδιαίτερα ένα μεγάλο ευχαριστώ οφείλω στην μητέρα μου για τη συμπαράσταση που μου έδειξε κατά τη διάρκεια εκπόνησης της πτυχιακής μου εργασίας.

Στο σημείο αυτό αισθάνομαι την ανάγκη να εκφράσω τις ειλικρινείς ευχαριστίες μου στους φίλους μου αλλά και σε όλους όσους συνέβαλαν στην περαίωση αυτής της προσπάθειας.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

#### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Εισαγωγή.....	5
-------------------	---

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

#### ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

2.1. Οι Προτάσεις Modigliani και Miller.....	8
. 2.1.1 Η ένταξη των εταιρικών φόρων στην προσέγγιση των Modigliani- Miller.....	12
2.2 Κριτικές στις προτάσεις των Modigliani και Miller και Θεωρίες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης.....	16
2.2.1 Φόροι και η θεωρία tradeoff .....	16
2.2.2. Η θεωρία Pecking Order.....	19
2.2.2.1. Σύγκριση μέσω εμπειρικών μελετών των Pecking Order και Tradeoff θεωριών.....	24
2.2.3. Θεωρία Κόστους Αντιπροσώπευσης .....	26
2.2.3.1. Συγκρούσεις μεταξύ Μετόχων και Δανειστών.....	28
2.2.3.2. Συγκρούσεις μεταξύ Managers και Μετόχων & η Θεωρία των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών.....	31

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

#### ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

3.1. Επενδυτικές Ευκαιρίες.....	34
3.2. Μέγεθος Επιχείρησης.....	36
3.3. Κόστη Πληροφόρησης & Κερδοφορία.....	39
3.4. Κόστη Χρεοκοπίας.....	41
3.5. Διάρκεια Δανεισμού.....	44

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

4.1. Κλάδοι των Ελληνικών επιχειρήσεων.....	48
4.2. Ανάλυση Στοιχείων .....	53
4.2.1 Σύνολο Υποχρεώσεων / Ίδια Κεφάλαια .....	53
4.2.2. Σύνολο Υποχρεώσεων / Σύνολο Ενεργητικού.....	58
4.2.3 Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις / Σύνολο Ενεργητικού και Μακρο- πρόθεσμες Υποχρεώσεις / Σύνολο Ενεργητικού .....	61
4.2.4. Δείκτης Τιμή Μετοχής / Λογιστική Αξία .....	67
4.2.5. Μόχλευση και Δείκτης Τιμή Μετοχής / Λογιστική Αξία .....	69
4.2.6. Μόχλευση και Πωλήσεις.....	72
4.2.7. Μόχλευση και Κερδοφορία.....	77

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 .

### ΕΠΙΛΟΓΟΣ

5.1. Συμπεράσματα.....	83
5.2 Περιορισμοί κατά τη διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής.....	86
5.3. Προτάσεις για μελλοντικές μελέτες.....	87

<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ &amp; ΛΟΙΠΕΣ ΠΗΓΕΣ.....</b>	<b>89</b>
---	-----------

<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....</b>	<b>93</b>
-----------------------	-----------

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### 1.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Κατά τα τελευταία 40 έτη, ένα μεγάλο μέρος έρευνας γύρω από τη κεφαλαιακή διάρθρωση έχει διατυπώσει θεωρητικά μοντέλα για να εξηγήσουν το υπόδειγμα της κεφαλαιακής δομής καθώς και να παρέχει εμπειρικά στοιχεία σχετικά με το αν τα θεωρητικά μοντέλα έχουν επεξηγηματικό χαρακτήρα όταν εφαρμόζονται στον πραγματικό κόσμο των επιχειρήσεων. Το επίκεντρο τόσο της ακαδημαϊκής έρευνας όσο και της πρακτικής χρηματοοικονομικής ανάλυσης ήταν σε μεγάλες εταιρείες με διαπραγματεύσιμους χρεωστικούς και μετοχικούς τίτλους που κυριαρχούν την οικονομική ζωή όλων των ανεπτυγμένων χωρών. Αν και η πλειοψηφία της έρευνας για την κεφαλαιακή διάρθρωση έχει επικεντρωθεί στην κατανόηση των δυνάμεων που επηρεάζουν την συμπεριφορά χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στις ΗΠΑ, η έρευνα της κατά τα τελευταία χρόνια έχει γίνει όλο και πιο διεθνοποιημένη, η οποία παρέχει στους ερευνητές την ευκαιρία να συγκρίνουν μεταξύ χωρών και μεταξύ διάφορων βιομηχανιών.

Συνεπώς η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης αποτελεί μια από τις σημαντικότερες αποστολές της χρηματοοικονομικής διοίκησης, καθώς καθορίζει τον τρόπο χρηματοδότησης της. Στα πλαίσια της, ουσιαστικά, καθορίζεται η αναλογία ιδίων και ξένων κεφαλαίων που θα χρησιμοποιήσει η επιχείρηση για την χρηματοδότηση των λειτουργιών της, με άλλα λόγια αυτό τον συνδυασμό που μεγιστοποιεί την αξία της.

Οι βασικοί τρόποι χρηματοδότησης που έχει να επιλέξει μια επιχείρηση είναι ανάμεσα στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και στο δανεισμό. Ωστόσο, η έκδοση μετοχών συνήθως αποτελεί ένδειξη αδυναμίας για τους επενδυτές, με αποτέλεσμα την μείωση της αξίας της μετοχής. Από την άλλη πλευρά ο δανεισμός μπορεί να προκύψει από την αναζήτηση άμεσων κεφαλαίων από τράπεζες, από εταιρείες leasing, factoring ή από την έκδοση ομολογιακών δανείων. Παρ' όλα αυτά η αξία της επιχείρησης επηρεάζει την πιστοληπτική της ικανότητα και κατά συνέπεια το επιτόκιο δανεισμού από την τράπεζα.

Η θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης κάνει την εμφάνιση της αρχικά με την μελέτη των Merton Miller και Franco Modigliani (1958) οι οποίοι υποστήριξαν ότι η πολιτική δανεισμού που ακολουθεί μια επιχείρηση δεν επιδρά στην αξία της. Με την μελέτη αυτή δόθηκε το έναυσμα για πλήθος συζητήσεων και αρκετών θεωριών στην προσπάθεια ακαδημαϊκών και άλλων ειδικών του χώρου να εξηγήσουν τον τρόπο που γίνεται η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και αν καταφέρνουν να μεγιστοποιήσουν την αξία τους.

Ο στόχος της διατριβής είναι λαμβάνοντας υπόψη τις κυριότερες θεωρητικές προσεγγίσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης να προσδιοριστούν οι παράγοντες που επιδρούν στην διάρθρωση κεφαλαίου συγκεκριμένων ελληνικών κλάδων. Πιο συγκεκριμένα

- ❖ Οι παράγοντες που έχουν εντοπιστεί ότι συσχετίζονται με τη μόγλευση για τις επιχειρήσεις του εξωτερικού παρομοίως συσχετίζονται και για τις εγχώριες επιχειρήσεις;
- ❖ Τα μοντέλα κεφαλαιακής διάρθρωσης του εξωτερικού έχουν ισχυρή επεξηγηματική δύναμη για τις ελληνικές εταιρείες;

- ❖ Επηρεάζει τον δανεισμό των επιχειρήσεων και την κεφαλαιακή διάρθρωση η ύφεση, που έχει διαμορφωθεί στην Ελλάδα;

Η εργασία ακολουθεί την παρακάτω δομή. Ορισμένες από τις βασικότερες προτάσεις και θεωρίες διατυπώνονται στο δεύτερο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, ενώ στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται κάποιοι από τους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση και στους οποίους βασίστηκαν κάποια θεωρητικά πλαίσια.

Το τέταρτο κεφάλαιο αποτελεί το εμπειρικό σκέλος της εργασίας που πραγματοποιήθηκε για τέσσερις κλάδους ελληνικών επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και η εξεταζόμενη χρονική περίοδος είναι μεταξύ 2004 έως 2009. Η επιλογή των τεσσάρων κλάδων έγινε με βάση την δραστηριοποίηση τους καθώς είναι επιχειρήσεις με εμπορική δραστηριότητα και βιομηχανικές επιχειρήσεις. Ωστόσο παρουσιάζουν διαφορές ως προς τα προϊόντα και τις υπηρεσίες που προσφέρουν στην αγορά, γεγονός που καθιστά ενδιαφέρουσα την ξεχωριστή μελέτη τους. Επιπλέον γίνεται μια προσπάθεια προσδιορισμού της επίδρασης που έχει η οικονομική ύφεση στην δανειακή επιβάρυνση των επιχειρήσεων.

Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της συγκεκριμένης εργασίας τους περιορισμούς που εμφανίστηκαν και τις προτάσεις για περαιτέρω μελλοντικής διερεύνησης του θέματος.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### 2. Θεωρητική προσέγγιση της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

#### 2.1. Οι Προτάσεις Modigliani και Miller

Η θεωρία των Modigliani και Miller (1958) έχει αποτελέσει την βάση στην οποία έχουν στηριχθεί μεταγενέστερες θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης και η λογική της είναι ευρέως αναγνωρισμένη.

Για την διατύπωση των προτάσεων τους οι Modigliani-Miller στηριχθήκαν σε κάποιες περιοριστικές υποθέσεις που είναι οι εξής :

- i. Επιχειρηματικοί φόροι ή φόροι εισοδήματος ιδιωτών δεν υπάρχουν
- ii. Κόστη συναλλαγών, κόστη αντιπροσώπευσης-μεταβιβάσεως (agency costs) δεν υπάρχουν καθώς οι μετοχές και τα ομόλογα διακινούνται σε τέλειες κεφαλαιαγορές, ενώ επενδυτές και επιχειρήσεις δανείζονται με το ίδιο επιτόκιο.
- iii. Κόστη χρεοκοπίας δεν υπάρχουν.
- iv. Επιχειρήσεις που έχουν τον ίδιο βαθμό επιχειρηματικού κινδύνου κατατάσσονται στην ίδια βαθμίδα ομοιογενούς κινδύνου.
- v. Όλοι οι επενδυτές έχουν την ίδια πληροφόρηση και καταλήγουν σε ομοιογενείς εκτιμήσεις για τα αναμενόμενα κέρδη των επιχειρήσεων καθώς και τον κίνδυνο των κερδών αυτών.
- vi. Ο δανεισμός επιχειρήσεων και επενδυτών δεν παρουσιάζει κίνδυνο συνεπώς το επιτόκιο δανεισμού ισούται με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου και ανεξαρτήτως του μεγέθους δανεισμού.

vii. Όλες οι επιχειρήσεις αναμένουν μηδενικό ρυθμό ανάπτυξης καθώς θα έχουν σταθερές χρηματοροές διαχρονικά.

Με βάση τις παραπάνω υποθέσεις οι Modigliani-Miller (1958) διατύπωσαν τις προτάσεις τους. Οι έρευνες για τη θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης πάντα ξεκινούν με την απόδειξη ότι η χρηματοδότηση δεν έχει σημασία σε τέλειες αγορές κεφαλαίου.<sup>1</sup> Για παράδειγμα, τον ισολογισμό της αγοραίας αξίας στην Εικόνα 1: το δανειακό κεφάλαιο (debt) και το μετοχικό κεφάλαιο (equity) μιας επιχείρησης, D και E, ανέρχονται στη συνολική αξία V της επιχείρησης. Η Πρόταση I των Modigliani και Miller (1958) λέει ότι V είναι μια σταθερά, ανεξάρτητα από τις αναλογίες των D και E, υπό τον όρο ότι τα περιουσιακά στοιχεία και αναπτυξιακές ευκαιρίες της επιχείρησης στην αριστερή πλευρά του ισολογισμού παραμένουν αμετάβλητα. Δηλαδή η αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται από τα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία που διαθέτει και όχι από την κεφαλαιακή της διάρθρωση<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Με βάση τους Modigliani-Miller η «τέλεια» αγορά προσδιορίζεται ως ότι η αγορά κεφαλαίου δεν πρέπει να είναι μόνο ανταγωνιστική και χωρίς τριβές, αλλά και «πλήρης», έτσι ώστε τα χαρακτηριστικά κινδύνου του κάθε αξιόγραφου που εκδίδεται από την επιχείρηση να μπορεί να συνδυάζεται με την αγορά ενός άλλου υφιστάμενου αξιόγραφου ή χαρτοφυλακίου, ή από μια δυναμική στρατηγική εμπορικών συναλλαγών. Σε πλήρεις αγορές, μια αλλαγή στην κεφαλαιακή διάρθρωση δεν αλλάζει το εύρος των χαρακτηριστικών κινδύνου που είναι εφικτά στα χαρτοφυλάκια των επενδυτών. Fama (1978) συνοψίζει τις προϋποθέσεις που απαιτούνται για (1958) Modigliani και Miller Πρόταση I.

<sup>2</sup> Λέγοντας κεφαλαιακή διάρθρωση αναφερόμαστε στο τέλειο συνδυασμό δανείων και ιδίων κεφαλαίων

**Εικόνα 1**

Ισολογισμός Αγοραίας Αξίας

Assets-in-place and growth opportunities	Debt (D)
	Equity (E)
	<hr/>
	Firm value (V)

Επίσης η Πρόταση I των Modigliani και Miller αναφέρει ότι το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης θα είναι σταθερό ανεξάρτητα από τα επίπεδο δανεισμού που διαθέτει, δηλαδή η χρηματοοικονομική μόχλευση - το ποσοστό της χρηματοδότησης που καλύπτεται με χρέος-δανεισμό δεν επηρεάζει την αξία της εταιρείας. Συγκεκριμένα η Πρόταση I λέει ότι το κόστος κεφαλαίου κάθε επιχείρησης είναι μια σταθερά, ανεξάρτητα από το δείκτη χρέους  $D/V$ . Το κόστος του κεφαλαίου προσδιορίζεται από τα  $r_D$  και  $r_E$  που είναι το κόστος δανεισμού και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων αντίστοιχα, δηλαδή, των αναμενόμενων ποσοστών απόδοσης που θα απαιτήσουν οι επενδυτές της επιχείρησης προκειμένου να επενδύσουν στις μετοχές της εταιρίας. Το συνολικό (μέσο σταθμισμένο) κόστος κεφαλαίου εξαρτάται από αυτά τα κόστη και τα ποσοστά του δανεισμού και ιδίων κεφαλαίων προς την συνολική αξία επιχείρησης.

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)

$$\text{Weighted Average Cost of Capital} = r_A = r_D D/V + r_E E/V$$

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου  $r_A$  είναι η αναμενόμενη απόδοση ενός χαρτοφυλακίου όλων των εκκρεμών τίτλων της επιχείρησης. Είναι, επίσης, η “έκπτωση” για το επενδυτικό κεφάλαιο<sup>3</sup>.

Το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου  $r_A$  είναι, σύμφωνα με Modigliani και Miller, μια σταθερά. Επίσης, το χρέος έχει μια προηγούμενη αξίωση στα περιουσιακά στοιχεία και κέρδη της επιχείρησης, έτσι ώστε το κόστος του δανεισμού να είναι πάντα μικρότερο από το κόστος του κεφαλαίου. Ας υποθέσουμε ότι έχουμε την επίλυση της εξίσωσης για το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

$$r_E = r_A + (r_A - r_D) D/E$$

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων  $r_E$ , δηλαδή το αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης που απαιτείται από τους επενδυτές για να επενδύσουν στην εταιρεία, αυξάνεται όταν αυξάνεται ο δείκτης δάνεια προς ίδια κεφάλαια  $D/E$ . Δηλαδή ο κίνδυνος του κεφαλαίου αυξάνεται με βάση τον δείκτη “Δάνεια/Ιδία Κεφάλαια” προκαλώντας την αύξηση της απαιτούμενης απόδοσης από τους επενδυτές. Ο ρυθμός αύξησης εξαρτάται από τη διαφορά μεταξύ του συνολικού κόστους κεφαλαίου  $r_A$  και του κόστους δανεισμού  $r_D$ . Η εξίσωση αυτή είναι η *Πρόταση II* των Modigliani και Miller και δείχνει ότι οποιαδήποτε προσπάθεια υποκατάστασης

---

<sup>3</sup> Αγνοώντας τους φόρους, εταιρείες χρησιμοποιούν πραγματικά το μετά φόρων μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC):  $WACC = r_D (1-TC) D/V + r_E E/V$ . Αυτό περιλαμβάνει το μετά φόρων κόστος του χρέους, το οποίο υπολογίζεται βάσει του οριακού εταιρικού ποσοστού  $TC$ . WACC είναι το σωστό ποσοστό έκπτωσης για τις μετά από φόρους ταμιακές ροές από τις επενδύσεις κεφαλαίου που δεν αλλάζουν τον επιχειρηματικό κίνδυνο της επιχείρησης. (Brealey και Myers 2000, κεφάλαιο 19).

του "φτηνού" δανεισμού με "ακριβό" μετοχικό κεφάλαιο αποτυγχάνει να μειώσει το συνολικό κόστος κεφαλαίου ( $r_A$ ) διότι καθιστά το εναπομείναν μετοχικό κεφάλαιο "πιο ακριβό" τόσο ώστε να κρατήσει το συνολικό κόστος του κεφαλαίου σταθερό (Myers 2001). Ουσιαστικά η αναμενομένη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρείας αυξάνεται ανάλογα με το λογο δάνεια προς ίδια κεφάλαια  $D/E$ , έτσι ώστε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου να παραμένει σταθερό.

Για τις ρυθμιστικές αρχές, οι προτάσεις Modigliani και Miller είναι το ιδανικό αποτέλεσμα. Αν το αποτέλεσμα αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί στην πράξη, τότε οι ποικίλες απαιτήσεις των επενδυτών θα ικανοποιούνταν με αμελητέο κόστος. Όλες οι επιχειρήσεις θα είχαν ισότιμη πρόσβαση σε κεφάλαια καθώς και το κόστος των κεφαλαίων δεν θα εξαρτιόταν από τη χρηματοδότηση, αλλά μόνο από τον επιχειρηματικό κίνδυνο. Το κεφαλαίο θα κατέληγε στην πιο αποδοτική του χρήση. Ωστόσο για επαγγελματίες ή φοιτητές της εταιρικής χρηματοδότησης, οι προτάσεις των Modigliani και Miller είναι σημεία αναφοράς, όχι τελικά αποτελέσματα. Οι προτάσεις λένε ότι η χρηματοδότηση δεν επηρεάζει την αξία των επιχειρήσεων εκτός αν ισχύσουν ειδικά προσδιοριστικά κόστη ή ατέλειες.

### **2.1.1 Η ένταξη των εταιρικών φόρων στην προσέγγιση των Modigliani-Miller**

Προσδιορίζοντας τις συνθήκες με τις οποίες η κεφαλαιακή διάρθρωση δεν επιδρά στην αξία των επιχειρήσεων, οι Modigliani-Miller το 1963 ερευνούν τις προηγούμενες θέσεις τους, και εντάσσουν στην ανάλυσή τους το ρόλο των εταιρικών φόρων, των προσωπικών φόρων, αλλά και της φορολογικής ελάφρυνσης

των δανειακών πληρωμών πάνω στην κεφαλαιακή διάρθρωση και στις αναμενόμενες αποδόσεις των μετοχών. Έτσι διευκρινίζουν τις προϋποθέσεις που πρέπει να ισχύουν προκειμένου η επιλογή των δανειακών ή ιδίων κεφαλαίων να επηρεάζει την αξία των επιχειρήσεων.

Έχοντας λάβει υπόψη στην ανάλυση τους μόνο τη φορολογία των επιχειρήσεων (corporate taxes), ενοείται η χρηματοδότηση μέσω δανειακών κεφαλαίων αντί μετοχικού κεφαλαίου καθώς ο δανεισμός επιφέρει φοροαπαλλαγές. Οι φοροαπαλλαγές αυτές απορρέουν από το γεγονός ότι οι τόκοι των δανειακών κεφαλαίων εκπίπτουν του φορολογητέου εισοδήματος των επιχειρήσεων. Ως εκ τούτου οι επιχειρήσεις θα πρέπει να χρηματοδοτούνται με 100% δανειακά κεφάλαια αφού σε αυτή την περίπτωση η αξία της επιχείρησης αυξάνεται. Οι εταιρείες μέσω της φοροαπαλλαγής των τόκων των δανειακών πληρωμών μπορούν να αποκλείσουν τις χρηματικές ροές προς την κυβέρνηση και να τις κατευθύνουν προς τους υπάρχοντες μέτοχους και τους δανειστές υπό την μορφή υψηλότερων αποδόσεων.

Ωστόσο η αποκλειστική χρήση των δανειακών κεφαλαίων και η απουσία των ιδίων κεφαλαίων από την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης δεν μπορεί να ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα καθώς υπάρχουν λόγοι<sup>4</sup> που υποβιβάζουν τη σημαντικότητα των παραπάνω φοροαπαλλαγών. Πρώτον, τα δανειακά κεφάλαια μιας επιχείρησης δεν μπορούν να είναι σταθερά διαχρονικά καθώς τα κόστη χρηματοοικονομικών δυσκολιών και πτώχευσης επιδρούν στην αξία της επιχείρησης. Δεύτερον, ο δανεισμός δεν είναι μόνιμος και σταθερός. Οι επενδυτές

---

<sup>4</sup> Stewart C. Mhyers «Capital structure» Journal of Economic Perspective, Volume 15, No 2 Spring 2001 σελ.87

σήμερα δεν μπορούν να γνωρίζουν το μέγεθος και τη διάρκεια των μελλοντικών τόκων φοροαπαλλαγών και δεν μπορούν να τους χρησιμοποιήσουν αφού απαραίτητη προϋπόθεση είναι και η ύπαρξη μελλοντικών κερδών. Ωστόσο η μελλοντική κερδοφορία μιας επιχείρησης δεν είναι απαραίτητα βέβαιη και η φορολογική εξοικονόμηση είναι επικίνδυνη για τους επενδυτές. Τρίτον, ο φορολογικός συντελεστής είναι διαφορετικός από εταιρεία σε εταιρεία, συνεπώς η αξία των φοροαπαλλαγών να διαφοροποιείται αντιστοίχως. Τα φορολογικά πλεονεκτήματα του δανεισμού σε εταιρικό επίπεδο θα μπορούσαν να αντισταθμιστούν εν μέρει από το φορολογικό πλεονέκτημα των ιδίων κεφαλαίων σε μεμονωμένους επενδυτές, δηλαδή, τη δυνατότητα να διαφοροποιεί τα κέρδη κεφαλαίου και στη συνέχεια να πληρώνουν φόρους με χαμηλότερο συντελεστή κεφαλαιουχικών κερδών. Ο φορολογικός συντελεστής για έσοδα από τόκους και μερίσματα προς επενδυτές είναι υψηλότερος από ό, τι ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής για τα εισοδήματα από κεφάλαια, το οποίο προέρχεται από ένα μείγμα των μερισμάτων και των κερδών κεφαλαίου. Οι εταιρείες θα πρέπει να δουν αυτό το σχετικά χαμηλό αποδοτικό συντελεστή, ως τη μείωση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων σε σχέση με το κόστος δανεισμού.

Στην ανάλυση τους ο Miller το 1977 συμπεριλαμβάνοντας και τους προσωπικούς φόρους (personal taxes) προβλέπει μια ισορροπία που επιτυγχάνεται με τον ακόλουθο τρόπο. Οι επενδυτές θα επιλέξουν τις επενδύσεις τους σε επιχειρήσεις έτσι ώστε να συνάδει με την φορολογική τους κατάσταση, θα λάβουν υπόψη την κεφαλαιακή διάρθρωση, πόσο δανειακή ή μετοχική χρηματοδότηση έχουν εκδώσει οι εταιρείες. Όταν οι οικονομία είναι σε ισορροπία όλοι οι επενδυτές θα έχουν επενδύσει με βάση τη προσωπική τους φορολογική

κατάσταση. Προκειμένου μια επιχείρηση να αυξήσει την δανειακή της χρηματοδότηση και να επωφεληθεί από τις φοροελαφρύνσεις που προκύπτουν από τον δανεισμό πρέπει να πείσει τους μετόχους να ανταλλάξουν τις κοινές μετοχές για χρεωστικούς τίτλους. Καθώς αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές θα μεταβούν σε μια λιγότερο ευνοϊκή προσωπική φορολόγηση η επιχείρηση θα πρέπει να τους δελεάσει με ένα υψηλότερο επιτόκιο για το νέο χρέος. Σύμφωνα με το μοντέλο του Miller αυτό το υψηλότερο επιτόκιο θα ακυρώσει τις φοροελαφρύνσεις του πρόσθετου δανεισμού, έτσι ώστε το μέσο κόστος κεφαλαίου να παραμένει σταθερό<sup>5</sup>. Σε εκείνο το σημείο, τα αποτελέσματα των προσωπικών και των εταιρικών φόρων, αλληλοεξουδετερώνονται, και η Πρόταση 1 Modigliani και Miller υφίσταται παρά την φοροαπαλλαγή των τόκων.

Με άλλα λόγια εάν η επιχείρηση έχει δανειστεί με έκδοση ομολογιών οι επενδυτές φορολογούνται για το εισόδημα τους από την είσπραξη τόκων, και ενώ η επιχείρηση επωφελείται από τις φοροαπαλλαγές οι φορολογικές υποχρεώσεις των επενδυτών αυξάνονται. Ωστόσο η εταιρεία επιδιώκει την ελαχιστοποίηση όλων των φόρων που υπολογίζονται στο εταιρικό εισόδημα (μαζί και των προσωπικών). Η φορολογία ιδιωτών ευνοεί την χρηματοδότηση μέσω έκδοσης νέων μετοχών, ενώ η φορολογία επιχειρήσεων ευνοεί την χρηματοδότηση με δανεισμό. Υπάρχουν φορολογικά πλεονεκτήματα για την επιχείρηση που χρηματοδοτείται με δανειακά κεφάλαια αλλά λιγότερα από την προηγούμενη περίπτωση όπου υπάρχει μόνο φορολογία επιχειρήσεων.

---

<sup>5</sup> D. Watson a. Head (2010) «Corporate Finance Principles & Practice» (5<sup>th</sup>). Financial Times Prentice Hall σελ.291



Απόρροια όλων των παραπάνω αποτελεί το γεγονός ότι οι Προτάσεις των Modigliani και Miller υφίστανται στην πραγματικότητα μόνο με την ισχύ των περιοριστικών τους υποθέσεων για την τέλεια αγορά. Παρόλα αυτά το θεώρημα των συγκεκριμένων συγγραφέων αποτέλεσε το θεμέλιο στη θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης και το έναυσμα για την διατύπωση μεταγενεστέρων θεωριών κεφαλαιακής διάρθρωσης.

## 2.2 Κριτικές στις προτάσεις των Modigliani και Miller και Θεωρίες

### Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

#### 2.2.1 Φόροι και η θεωρία tradeoff

Η Θεωρία trade-off της κεφαλαιακής διάρθρωσης, Myers (2001)<sup>6</sup> αναλύει πως μια εταιρεία επιλέγει τι ποσοστό χρηματοδότησης δανειακών και μετοχικών κεφαλαίων να χρησιμοποιήσει εξισορροπώντας τα χρηματοοικονομικά κόστη και τα φορολογικά οφέλη.

Σημαντικός σκοπός της θεωρίας είναι να εξηγήσει το γεγονός ότι οι εταιρείες συνήθως χρηματοδοτούνται εν μέρει μέσω δανεισμού και εν μέρει μέσω των ιδίων κεφαλαίων, προσπαθώντας να σταθμίσουν τα πλεονεκτήματα και τους κινδύνους του δανεισμού για να επιτύχουν την άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση (βέλτιστο δείκτη δανειακής επιβάρυνσης). Αναφέρει ότι το σημαντικό πλεονέκτημα της χρηματοδότησης μέσω δανειακών κεφαλαίων είναι τα

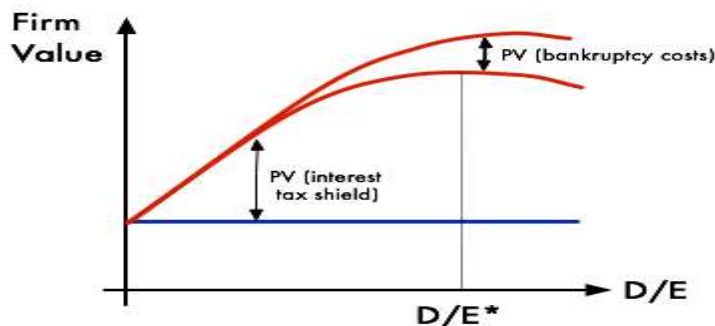
---

<sup>6</sup> Myers, Stewart C. 2001. «Capital Structure». *Journal of Economic Perspectives* Vol.15, σελ.81-102.

φορολογικά οφέλη ή φοροαπαλλαγές (tax shields) που προέρχονται από τους τόκους των δανείων. Αντίθετα ως μειονέκτημα της χρηματοδότησης μέσω δανεισμού παρουσιάζει το κόστος της χρηματοοικονομικής δυσχέρειας (financial distress costs) που αποτελείται από τα κόστη της πτώχευσης ή εξυγίανσης και τα κόστη αντιπροσώπευσης που προκύπτουν όταν η φερεγγυότητα της εταιρείας είναι υπό αμφισβήτηση.

Η αξία μιας επιχείρησης θα ισούται με την αξία της αν η επιχείρηση χρηματοδοτούσε τις ανάγκες τις μόνο με ίδια κεφάλαια συν την παρούσα αξία των φορολογικών απαλλαγών μείον την παρούσα αξία του κόστους χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Η θεωρία tradeoff δικαιολογεί τα μέτρια ποσοστά δανεισμού όπου η πιθανότητα χρεοκοπίας είναι μικρή, κατά συνέπεια η παρούσα αξία του κόστους χρηματοοικονομικής δυσχέρειας είναι χαμηλή ενώ οι φοροελαφρύνσεις του δανεισμού κυριαρχούν. Ωστόσο από ένα σημείο και έπειτα η πιθανότητα χρεοκοπίας αυξάνεται και τα κόστη προκαλούν την μείωση της αξίας της επιχείρησης. Σε περίπτωση που η επιχείρηση δεν είναι σίγουρη ότι οι φοροελαφρύνσεις του δανεισμού θα την ωφελήσουν, τότε το φορολογικό πλεονέκτημα του επιπλέον δανεισμού ασθενεί έως ότου εξαφανισθεί. Η trade-off θεωρία λέει ότι η επιχείρηση θα δανειστεί μέχρι το σημείο όπου η οριακή αξία των φοροαπαλλαγών σε πρόσθετο χρέος είναι αντισταθμισμένη από την αύξηση της παρούσα αξίας του ενδεχόμενου κόστους χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Ουσιαστικά το άριστο επίπεδο δανεισμού μιας επιχείρησης είναι εκείνο στο οποίο το οριακό όφελος είναι ίσο με το οριακό κόστος των δανειακών κεφαλαίων (Εικόνα 2).

Εικόνα 2: Η trade off θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης



Πηγή: Myers, Stewart C. 1984. «Capital Structure Puzzle» *Journal of Finance* Vol.39, σελ.575-592.

Δεδομένου ότι η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων προς χρέος (δηλαδή μόχλευση) αυξάνει, υπάρχει μια εξισορρόπηση (trade-off) μεταξύ των τόκων φοροαπαλλαγών (tax-shields) και την πτώχευση, με αποτέλεσμα την βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση,  $D/E$ .

Επίσης στην ίδια μελέτη τονίζεται ότι οι εταιρείες που έχουν πάγια και εύκολα μεταβιβάσιμα περιουσιακά στοιχεία αναμένεται να διατηρούν υψηλή δανειακή επιβάρυνση για να επωφεληθούν φορολογικά. Ενώ εταιρείες που διαθέτουν περισσότερα άυλα περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να διατηρούν χαμηλή δανειακή επιβάρυνση προκειμένου να αποφύγουν χρηματοοικονομική δυσχέρεια.

Επιπρόσθετα, η trade off θεωρία δεν μπορεί να αιτιολογήσει τη σχέση μεταξύ της υψηλής κερδοφορίας και της χαμηλής δανειακής επιβάρυνσης. καθώς εταιρείες που καταβάλλουν φόρους δεν έχουν χαμηλή μόχλευση. Ωστόσο, υπάρχουν πολλές καταξιωμένες, κερδοφόρες εταιρείες με μεγάλη πιστοληπτική ικανότητα που λειτουργούν για χρόνια σε χαμηλά ποσοστά δανεισμού,

συμπεριλαμβανομένων των Microsoft και οι μεγάλες φαρμακευτικές εταιρείες (Graham, 2000)<sup>7</sup>.

Μελέτες των παραγόντων των πραγματικών δεικτών χρέους διαπιστώνουν ότι οι πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις συγκεκριμένου κλάδου τείνουν να δανείζονται το ελάχιστο.<sup>8</sup> Υψηλά κέρδη σημαίνουν χαμηλό δανεισμό, και αντιστρόφως. Αλλά αν οι επιχειρήσεις μπορούν να εκμεταλλευτούν πολύτιμες φοροαπαλλαγές τόκων, όπως η θεωρία tradeoff προβλέπει, πρέπει να παρατηρήσουμε ακριβώς την αντίθετη σχέση. Υψηλή κερδοφορία σημαίνει ότι η επιχείρηση έχει περισσότερα φορολογητέο εισόδημα, και ότι μπορεί να χρησιμοποιήσει περισσότερο δανεισμό χωρίς να διακινδυνεύσει τη θέση της σε χρηματοοικονομική ύφεση.

Συμπερασματικά η θεωρία tradeoff της κεφαλαιακής διάρθρωσης υποθέτει ότι για κάθε εταιρεία υπάρχει άριστο επίπεδο δανεισμού όπου μεγιστοποιείται η συνολική αξία της. Εξηγεί τα μέτρια ποσοστά δανεισμού και λαμβάνει υπόψη ορισμένα προφανή γεγονότα, όπως για παράδειγμα, ότι οι εταιρείες με σχετικά ασφαλή, πάγια στοιχεία τείνουν να δανείζονται περισσότερο από εταιρίες με επικίνδυνα, άυλα περιουσιακά στοιχεία.

### 2.2.2. Η θεωρία Pecking Order

Σε αυτή την ενότητα θα εξετάσουμε την διάρθρωση του κεφαλαίου από μια διαφορετική οπτική γωνία, τη θεωρία pecking order των Myers & Majluf

---

<sup>7</sup> Graham, John R. 2000. «How Big Are the Tax Benefits of Debt?» *Journal of Finance*. October, 55:5.σελ. 1901–1940.

<sup>8</sup>Myers (1984) τόνισε αυτό το σημείο: Βλ. επίσης Baskin (1989). Άλλες μελέτες που αναφέρονται υπάρχουν στους Harris και Ravin του (1991) άρθρο ανασκόπησης, Rajan και Zingales (1995) επιβεβαιώνουν την αρνητική συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας και μόχλευσης για τις Ηνωμένες Πολιτείες, την Ιαπωνία και τον Καναδά.

(1984)<sup>9</sup> και Myers (1984)<sup>10</sup>. Οι Myers & Majluf ξεκινούν την ανάλυση τους με μια επιχείρηση με πάγια περιουσιακά στοιχεία και μια ευκαιρία ανάπτυξης που απαιτεί πρόσθετη χρηματοδότηση. Επιπλέον υπέθεσαν ότι λειτουργούν σε τέλειες χρηματοπιστωτικές αγορές, με εξαίρεση την ύπαρξη της ασύμμετρης πληροφόρησης δηλαδή ότι οι επενδυτές δεν γνωρίζουν την πραγματική αξία των υφιστάμενων περιουσιακών στοιχείων και της νέας ευκαιρίας ανάπτυξης. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές δεν μπορούν με ακρίβεια να εκτιμήσουν τους εκδιδόμενους τίτλους μετοχών για τη χρηματοδότηση των νέων επενδύσεων.

Έστω, ότι η εταιρεία ανακοινώνει την έκδοση κοινών μετοχών αυτό αποτελεί μια καλή είδηση για τους νέους επενδυτές, εφόσον αποκαλύπτει μια ευκαιρία ανάπτυξης με θετική καθαρή παρούσα αξία (ΚΠΑ). Αποτελεί μια κακή είδηση, αν τα διευθυντικά στελέχη πιστεύουν ότι τα περιουσιακά στοιχεία θεωρούνται υπερτιμημένα από τους επενδυτές και αποφασίσουν να δοκιμάσουν να εκδώσουν υπερτιμημένες μετοχές. Έκδοση μετοχών σε πολύ χαμηλή τιμή μεταβιβάζει αξία από τους υπάρχοντες μετόχους σε νέους επενδυτές. Εάν οι νέες μετοχές είναι υπερτιμημένες, η μεταβίβαση λειτουργεί αντιστρόφως.

Myers & Majluf (1984) υπέθεσαν ότι τα διευθυντικά στελέχη ενεργούν προς το συμφέρον των υφιστάμενων μετόχων, και αρνούνται να εκδώσουν υποτιμημένες μετοχές εκτός αν η μεταφορά από τους "παλιούς" σε νέους μετόχους υπερκαλύπτεται από την καθαρή παρούσα αξία της ευκαιρίας ανάπτυξης. Αυτό οδηγεί σε ισορροπία στην οποία οι επιχειρήσεις μπορούν να εκδίδουν μετοχές,

---

<sup>9</sup> Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf. 1984. «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have.» *Journal of Financial Economics*. 13:2,σελ. 187–221.

<sup>10</sup> Myers, Stewart C. 1984. «The Capital Structure Puzzle.» *Journal of Finance*. July, 39:3, σελ. 575–592.

αλλά μόνο σε μια σημαντική χαμηλή τιμή. Οι τιμές των μετοχών δεν πέφτουν επειδή η ζήτηση των επενδυτών για μετοχικές κινητές αξίες είναι ανελαστική, αλλά λόγω της πληροφόρησης των επενδυτών, και των συμπερασμάτων που βγάζουν από την απόφαση της επιχείρησης για την έκδοση νέων μετοχών. Κάποιες καλές επιχειρήσεις των οποίων τα πάγια περιουσιακά στοιχεία είναι υποτιμημένα με τη νέα τιμή, θα αποφασίσουν να μην εκδώσουν ακόμη και αν αυτό σημαίνει ότι θα προσπεράσουν μια αναπτυξιακή ευκαιρία με θετική ΚΠΑ.

Η πρόβλεψη ότι η ανακοίνωση έκδοσης μετοχών θα οδηγήσει άμεσα σε πτώση της τιμής της μετοχής επιβεβαιώθηκε από διάφορες μελέτες, συμπεριλαμβανομένης των Asquith και Mullins (1986)<sup>11</sup>. Η μέση πτώση των τιμών είναι περίπου 3%, δηλαδή, 3% της προ-έκδοση κεφαλαιοποίησης της εταιρείας. Οι εταιρείες που αποφασίζουν να εκδώσουν μετοχές είναι, κατά μέσο όρο, μικρότερης αξίας και χωρίς αναπτυξιακές προοπτικές, από τις εταιρίες που βρίσκονται σε μια ενδιάμεση κατάσταση και συγκροτούνται. Οι επενδυτές υποβαθμίζουν τις τιμές έκδοσης των επιχειρήσεων αναλόγως.

Η πτώση της τιμής στην ανακοίνωση θα είναι μεγαλύτερη όπου υπάρχει ασυμμετρία στην πληροφόρηση, στην προκειμένη περίπτωση δηλαδή το μεγάλο πλεονέκτημα της έγκαιρης πληροφόρησης που έχουν οι μανάτζερς σε σχέση με τους εξωτερικούς επενδυτές, (Dierkens, 1991)<sup>12</sup>. Επίσης, οι D'Mello και Ferris (2000)<sup>13</sup> δείχνουν ότι η πτώση της τιμής είναι μεγαλύτερη για τις επιχειρήσεις

---

<sup>11</sup> Asquith, Paul and David W. Mullins, Jr. 1986. «Equity Issues and Offering Dilution.» *Journal of Financial Economics*. 15:2, σελ. 61–89.

<sup>12</sup> Dierkens, Natalie. 1991. «Information Asymmetry and Equity Issues.» *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. June, 26:2, σελ. 181–99.

<sup>13</sup> D'Mello, Ranjan and Stephen P. Ferris. 2000. «The Information Effects of Analyst Activity at the Announcement of New Equity Issues.» *Financial Management*, 29:1, σελ. 78–95.

ακολουθούμενες από λίγους χρηματοοικονομικούς αναλυτές, όπως και για τις εταιρείες με μεγαλύτερη διασπορά των προβλεπόμενων κερδών των αναλυτών.

Υποθέτοντας ότι η επιχείρηση μπορεί να εκδώσει είτε χρέος (ομολογίες) είτε μετοχές για τη χρηματοδότηση νέων επενδύσεων, παρατήρησαν ότι το χρέος-δανειακό κεφάλαιο παρουσιάζει μικρότερη ευπάθεια στις μεταβολές του ενεργητικού της εταιρείας σε σχέση με το μετοχικό κεφάλαιο. Οι επενδυτές στο χρέος είναι λιγότερο εκτεθειμένοι σε κινδύνους στην αποτίμηση της επιχείρησης. Ουσιαστικά, ο δανεισμός από πλευράς των επιχειρήσεων αντιμετωπίζεται με μικρότερη επιφυλακτικότητα από τους επενδυτές, καθώς η αγορά ομολόγων τους εξασφαλίζει μια σταθερή απόδοση, κάτι που δεν παρέχει η αγορά μετοχών. Η αναγγελία της έκδοσης χρέους θα πρέπει να έχει μικρότερη πτωτική επίπτωση στην τιμή από ότι η ανακοίνωση της έκδοσης μετοχών.

Διευθυντικά στελέχη, τα οποία πιστεύουν ότι είναι υποτιμημένες οι μετοχές των εταιρειών τους, θα ενστερνιστούν την πιθανότητα να εκδώσουν δανειακό κεφάλαιο παρά το μετοχικό κεφάλαιο. Η έκδοση μετοχών θα οδηγήσει τους επενδυτές στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές είναι υπερτιμημένες, γεγονός που θα συμβάλει σε μείωση της αξίας τους. Αν το χρέος είναι μια ανοικτή εναλλακτική λύση, τότε οποιαδήποτε προσπάθεια για πώληση των μετοχών θα καταλήξει στο ότι οι μετοχές δεν αποτελούν μια καλή επένδυση. Ως εκ τούτου η έκδοση μετοχικού κεφαλαίου θα απορριφθεί από τους επενδυτές εφόσον οι χρεωστικοί τίτλοι είναι διαθέσιμα με δίκαιους όρους. Έκδοση μετοχικού κεφαλαίου θα συμβεί μόνο όταν ο δανεισμός είναι δαπανηρός, για παράδειγμα, η εταιρεία βρίσκεται ήδη σε επικίνδυνα υψηλό δείκτη χρέους όπου τα διευθυντικά στελέχη και οι επενδυτές προβλέπουν το κόστος της οικονομικής δυσχέρειας.

Αυτό οδηγεί στην θεωρία pecking order της κεφαλαιακής δομής:

- 1) Οι επιχειρήσεις προτιμούν εσωτερική από ότι εξωτερική χρηματοδότηση. (Οι ασυμμετρίες στην πληροφόρηση θεωρούνται σχετικές μόνο για την εξωτερική χρηματοδότηση.)
- 2) Οι μεταβολές των ταμειακών εμφανίζονται ως μεταβολές στην εξωτερική χρηματοδότηση.
- 3) Αν απαιτείται εξωτερική χρηματοδότηση για τις επενδύσεις, οι επιχειρήσεις θα εκδώσουν πρώτα το ασφαλέστερο χρεόγραφο, δηλαδή, το δανεισμό πριν από τα ίδια κεφάλαια. Όσο αυξάνεται η ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση η επιχείρηση θα λειτουργήσει κάτω από την θεωρία pecking order, από το ασφαλές στο πιο ριψοκίνδυνο δανεισμό και τελικά στην έκδοση μετοχικού κεφαλαίου ως ύστατη λύση, όταν η εταιρεία θα απειλείται από ύφεση. Συνεπώς δίνεται μια προτεραιότητα στη λήψη δανείου, έπειτα σε μετατρέψιμα αξιόγραφα ή ομολογίες και τελικά στην έκδοση νέων μετοχών ως ύστατη λύση.
- 4) Κάθε δείκτης χρέους της επιχείρησης αντικατοπτρίζει την σωρευτική της απαίτησή για εξωτερική χρηματοδότηση.

Οι επιχειρήσεις που κατέχουν ένα σημαντικό χρηματοοικονομικό απόθεμα από μετρητά, αξιόγραφα, άμεσα ρευστοποιήσιμα ενεργητικά στοιχεία, έχουν τη δυνατότητα υλοποίησης επενδυτικών σχεδίων ακόμα και με πρόσθετα δανειακά



κεφάλαια. Ωστόσο, μεγάλη ποσότητα ταμειακών ροών μπορεί να οδηγήσει τα διευθυντικά στελέχη σε αλαζονική συμπεριφορά και σπατάλη των χρημάτων σε άσκοπες, για την εταιρεία, επενδύσεις.

Η θεωρία pecking order εξηγεί γιατί το μεγαλύτερο μέρος της εξωτερικής χρηματοδότησης προέρχεται από τα χρέη- δανεισμό. Εξηγεί επίσης γιατί οι πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις δανείζονται λιγότερο: όχι επειδή ο στοχευμένος δείκτης χρέους είναι χαμηλός, (στην pecking order δεν υπάρχει δείκτης στόχος), αλλά επειδή οι κερδοφόρες επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη εσωτερική χρηματοδότηση διαθέσιμη. Λιγότερο κερδοφόρες επιχειρήσεις απαιτούν εξωτερική χρηματοδότηση, και κατά συνέπεια συσσωρεύουν χρέος.

#### **2.2.2.1. Σύγκριση μέσω εμπειρικών μελετών των Pecking Order και Tradeoff θεωριών**

Οι Shyam-Sunder και Myers (1999)<sup>14</sup> εξέτασαν μέσω εμπειρικών ελέγχων σε ομάδα των 157 επιχειρήσεων του βιομηχανικού κλάδου που άντλησαν από τη βάση δεδομένων της Compustat για τα έτη 1971 – 1989 και βρήκαν υποστήριξη τόσο για την pecking order και τη tradeoff θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Ουσιαστικά, οι έλεγχοι τους επικεντρώνονται στο έλλειμμα ή το πλεόνασμα του εταιρικού προϋπολογισμού, αλλά και στη δυνατότητα της μεταβλητής αυτής να προβλέψει τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις των εταιρειών. Αυτό το μοντέλο έρχεται αντιμέτωπο με μια μεταβλητή βασισμένη στην tradeoff θεωρία και η

---

<sup>14</sup> Shyam-Sunder, Lakshmi and Stewart C. Myers. 1999. «Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure.» *Journal of Financial Economics*. 51, σελ. 219–244.

οποία εκφράζει την απόκλιση ανάμεσα στα τρέχοντα επίπεδα δανειακών κεφαλαίων και στον ιστορικό μέσο όρο δανειακών κεφαλαίων της εταιρείας.

Έτσι Shyam-Sunder και Myers (1999) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι δοκιμές τους στην pecking order είχε στατιστική ισχύ σε σχέση με την εναλλακτική tradeoff-θεωρία, και ότι η pecking order ήταν η καλύτερη εξήγηση της συμπεριφοράς χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στο δείγμα τους καθώς βρίσκουν ότι το έλλειμμα στον εταιρικό προϋπολογισμό οδηγεί σε έκδοση δανειακών κεφαλαίων για την χρηματοδότηση επενδύσεων.

Η θεωρία pecking order δείχνει πώς οι διαφορές στην πληροφόρηση μπορούν να επηρεάσουν τη χρηματοδότηση. Όπως όλες οι θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης, λειτουργεί καλύτερα σε ορισμένες συνθήκες και συγκυρίες από ό, τι σε άλλες.

Επίσης σε έρευνα που πραγματοποίησαν οι Rajan και Zingales (1995) εξετάζουν στο δείγμα μεγάλων επιχειρήσεων των G-7 χωρών (ΗΠΑ, Καναδά, Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Ιαπωνία) και αναφέρονται στην αναλογία των δανειακών έναντι των ιδίων κεφαλαίων. Συγκεκριμένα διαπιστώσαν ότι ο δείκτης μόχλευσης σχετίζεται με τους εξής παράγοντες:

- i. Πάγια περιουσιακά στοιχεία: Όπου όσο μεγαλύτερη η αναλογία των παγίων περιουσιακών στοιχείων στους ισολογισμούς (πάγια προς σύνολο ενεργητικού) τόσο πιο υψηλή η μόχλευση καθώς οι δανειστές θα παρέχουν πιο εύκολα δάνεια.
- ii. Αγοραία προς Λογιστική Αξία (market to book): Επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλό δείκτη market-to-book έχουν αντίστοιχα χαμηλή μόχλευση.

- iii. Μέγεθος: Το μέγεθος μιας επιχείρησης έχει θετική επιρροή στον δανεισμό συνεπώς μεγάλες επιχειρήσεις παρουσιάζουν την τάση να έχουν υψηλό δείκτη μόχλευσης.
- iv. Κερδοφορία-αποδοτικότητα: Η κερδοφορία παρουσιάζει αρνητική σχέση με την μόχλευση καθώς μεγάλες εταιρείες θα τείνουν να χρηματοδοτούνται από εσωτερικούς πόρους και να αποφεύγουν τον δανεισμό συνεπώς έχουν χαμηλό δείκτη δανειακών κεφαλαίων.

Με βάση τα αποτελέσματα τους αναφέρουν για τους υπερασπιστές της trade off θεωρίας ότι επιχειρήσεις μεγάλες και με πολλά πάγια στοιχεία δεν αντιμετωπίζουν κίνδυνο από τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσχέρειας και έχουν την δυνατότητα να αυξάνουν τον δανεισμό τους. Επίσης ο δείκτης market to book παρουσιάζεται ως ένα μέσο ευκαιριών ανάπτυξης και αναφέρουν ότι οι επιχειρήσεις με μελλοντική ανάπτυξη θα ήταν σε θέση να αντιμετωπίσουν υψηλά κόστη χρηματοοικονομικής δυσχέρειας και θα περιόριζαν τον δανεισμό.

Αντίστοιχα για τους υπερασπιστές της pecking order τονίζουν την επίδραση της κερδοφορίας και αναφέρουν ότι εταιρείες με υψηλή κερδοφορία αποφεύγουν τον δανεισμό λόγω της στήριξης τους στην εσωτερική χρηματοδότηση και αποδίδουν τον δείκτη market to book ως ένα μέτρο κερδοφορίας.

### 2.2.3 Θεωρία Κόστους Αντιπροσώπευσης

Μέχρι τώρα έχουν αναφερθεί υποθέσεις ότι τα συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών της επιχείρησης και των μετόχων είναι σε απόλυτη συμφωνία και ότι οι χρηματοοικονομικές αποφάσεις είναι με βάση το συμφέρον

των μετόχων. Αλλά η απόλυτη συμφωνία των δύο μερών είναι απίθανη στη θεωρία και αδύνατο στην πράξη να επιτευχθεί.

Οι Jensen και Meckling (1976) υποστήριξαν για το αναπόφευκτο του κόστους αντιπροσώπευσης στην εταιρική χρηματοδότηση. Συγκεκριμένα αναφέρουν την σχέση αντιπροσώπευσης όταν οι μέτοχοι αναθέτουν στους managers (agents) να λαμβάνουν αποφάσεις και να επιτελούν κάποιες εργασίες εκ μέρους τους. Οι managers, θα ενεργήσουν με βάση τα δικά τους συμφέροντα, και θα επιδιώξουν υψηλότερες αποδοχές από αυτές που ισχύουν στην αγορά, επιμίσητα, ασφάλεια των θέσεων εργασίας τους και, σε ακραίες περιπτώσεις, την άμεση δέσμευση μέρους των περιουσιακών στοιχείων ή ταμειακών ροών της επιχείρησης. Οι Shleifer and Vishny (1989)<sup>15</sup> αναφέρουν ότι οι managers επιδιώκουν τη "κατοχύρωση των επενδύσεων", και διαχειρίζονται τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης και τις λειτουργίες της με βάση τις δεξιότητες και τις γνώσεις τους αυξάνοντας την διαπραγματευτική τους δύναμη έναντι των επενδυτών. Με άλλα λόγια οι managers αποφεύγουν επενδυτικά σχέδια με υψηλές αποδόσεις και με υψηλό κίνδυνο προκειμένου να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο να απολυθούν στην περίπτωση που τα πράγματα δεν εξελιχθούν ομαλά. Οι επενδυτές ωστόσο μπορούν να αποθαρρύνουν τέτοιου είδους μεταφορές αξίας με διάφορους μηχανισμούς παρακολούθησης και ελέγχου, συμπεριλαμβανομένης της εποπτείας από ανεξάρτητους διευθυντές και την απειλή της εξαγοράς. Αλλά αυτοί οι μηχανισμοί είναι δαπανηροί και υπόκεινται σε φθίνουσες αποδόσεις, συνεπώς τόσο τέλεια παρακολούθηση είναι δύσκολο να επιτευχθεί.

---

<sup>15</sup> Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny. 1989. «Management Entrenchment: The Case of Manager-specific Investments.» *Journal of Financial Economics*. 25, σελ. 123-39.

Τα συμφέροντα των διευθυντών και των επενδυτών μπορούν επίσης να ευθυγραμμιστούν με τον σχεδιασμό των μηχανισμών αποζημίωσης. Και σε αυτή την περίπτωση όμως, παρουσιάζονται ατέλειες. Πρώτον, ο manager ποτέ δεν μπορεί να επιβαρυνθεί όλο το κόστος που οι διοικητικές αποφάσεις επιβάλλουν στους επενδυτές εκτός, φυσικά, αν ο manager είναι ο ιδιοκτήτης. Δεύτερον, δεν υπάρχει καθαρό, παρατηρήσιμο μέτρο για τις επιδόσεις των managers. Οι αποφάσεις τους δικαιολογούν ένα μικρό ποσοστό της διακύμανσης των παρατηρήσιμων αποτελεσμάτων, όπως οι αποδόσεις κοινών μετοχών ή οι μεταβολές στα κέρδη. Οι επενδυτές θα ήθελαν να ανταμείψουν την προσπάθεια, τη δέσμευση και τις καλές αποφάσεις των managers, αλλά οι αποδόσεις είναι ελλιπώς παρατηρήσιμες και μη επαληθεύσιμες. Συνεπώς οι δραστηριότητες αυτές έχουν ένα κόστος αντιπροσώπευσης το οποίο μεταφέρεται στους μετόχους μέσω της αύξησης του κόστους δανειακών κεφαλαίων και της μείωσης της τιμής της μετοχής της επιχείρησης, και μπορεί να δημιουργήσει συγκρούσεις ανάμεσα σε όλες εκείνες τις ομάδες (μέτοχοι, δανειστές, managers) που έχουν απαιτήσεις από την εταιρεία.

Παρακάτω εξετάζονται οι συγκρούσεις μεταξύ δανειστών και μετόχων, και τα κόστη αντιπροσώπευσης που μπορεί να προκληθούν (Myers, 2001).

### **2.2.3.1 Συγκρούσεις μεταξύ Μετόχων και Δανειστών**

Σε μια επιχείρηση που κατέχει δανειακά κεφαλαία οι συγκρούσεις μεταξύ δανειστών και μετόχων μπορούν να αναπτυχθούν όταν προκύψει ο κίνδυνος αθέτησης (default risk). Εάν υπάρχει η δυνατότητα αθέτησης των υποχρεώσεων, τότε οι μέτοχοι μπορούν να κερδίσουν σε βάρος των δανειστών. Οι μετοχές είναι

μια υπολειμματική απαίτηση, ώστε οι μέτοχοι να κερδίζουν όταν η αξία του υπάρχοντος χρέους μειώνεται, έστω και αν η αξία της επιχείρησης είναι σταθερή.

Υποθέτοντας ότι οι managers ενεργούν προς το συμφέρον των μετόχων και ότι ο κίνδυνος αθέτησης είναι σημαντικός. Οι managers θα ενεργήσουν έτσι ώστε να μεταβιβάσουν την αξία από τους πιστωτές της εταιρείας στους μετόχους της. Αναφέρονται οι παρακάτω τρόποι προκειμένου να επιτευχθεί αυτό (Myers, 2001).

Πρώτον, οι managers θα μπορούσαν να επενδύσουν σε ριψοκίνδυνα περιουσιακά στοιχεία ή να επιλέξουν επενδυτικά πλανά υψηλού ρίσκου. Υψηλότερος κίνδυνος αυξάνει το "πλεονέκτημα" για τους μετόχους καθώς στόχος τους είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου τους. Δηλαδή αν η επένδυση έχει υψηλές αποδόσεις (που υπερκαλύπτουν την αξία του δανείου) τότε οι μέτοχοι λαμβάνουν το μεγαλύτερο μέρος των κερδών, ενώ αν το επενδυτικό πλάνο δεν επιτύχει τις συνέπειες θα τις υποστούν οι πιστωτές της επιχείρησης. Οι Jensen και Meckling (1976)<sup>16</sup> πρώτοι τόνισαν την μετατόπιση του κινδύνου ως ένα πρόβλημα της αντιπροσώπευσης.

Δεύτερον, οι managers μπορούν να δανειστούν ακόμα περισσότερο και να καταβάλουν μετρητά στους μετόχους. Στην περίπτωση αυτή, η συνολική αξία της επιχείρησης είναι σταθερή, αλλά η αξία των υπάρχοντων δανειακών κεφαλαίων μειώνεται. Τα μετρητά που λαμβάνουν οι μέτοχοι ουσιαστικά αντισταθμίζουν την πτώση της αξίας των μετοχών τους.

Τρίτον, οι μέτοχοι μιας επιχείρησης που κατέχει δανειακά κεφάλαια πιθανόν να αποφύγουν επενδυτικά σχέδια με θετική καθαρή παρούσα αξία (ΚΠΑ).

---

<sup>16</sup> Jensen, Michael C. and William H. Meckling. 1976. «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.» *Journal of Financial Management*. 3:4, σελ. 305–360.

Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι πραγματοποιώντας μια επένδυση, οι μέτοχοι αυξάνουν όχι μόνο την αξία των μετοχών τους, αλλά αυξάνεται η αξία των απαιτήσεων που έχουν οι πιστωτές. Εάν η αξία των απαιτήσεων που έχουν οι πιστωτές ξεπερνά την ΚΠΑ του επενδυτικού σχεδίου, τότε οι μέτοχοι της επιχείρησης δεν θα αναλάβουν το επενδυτικό σχέδιο καθώς θεωρείται από πλευράς τους μια επένδυση με αρνητική ΚΠΑ έστω και αν για την επιχείρηση είναι μια επικερδής επένδυση. Το φαινόμενο αυτό αναφέρεται από τον Myers (1977)<sup>17</sup> ως υπερβάλλον χρέος ή «υποεπένδυση». Συνεπώς οι μέτοχοι αποφεύγουν να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις για να αυξήσουν την αξία μιας επιχείρησης, η οποία πιθανόν σε σύντομο χρονικό διάστημα να αντιμετωπίζει το κίνδυνο χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Σε αυτή την περίπτωση περισσότερο επωφελούνται οι δανειστές από το επενδυτικό σχέδιο με θετική ΚΠΑ ενώ οι μέτοχοι είναι αυτοί που επιβαρύνονται με το κόστος.

Τέταρτον, οι managers έχουν τη δυνατότητα με τη βοήθεια του χρόνου να προβούν στην απόκρυψη προβλημάτων προκειμένου να εμποδίσουν τους πιστωτές από το να ενεργήσουν με άμεση πτώχευση ή αναδιοργάνωση. Αυτό μακραίνει τη πραγματική διάρκεια του χρέους και το καθιστά πιο επικίνδυνο. Και σε αυτήν την περίπτωση όμως, οι πιστωτές ζημιώνονται και οι μέτοχοι κερδίζουν.

Οι δανειστές είναι βεβαίως σε πλήρη επίγνωση των παραπάνω πειρασμών και επιδιώκουν να υπογραφούν συμβάσεις χρέους αναλόγως. Οι συμβάσεις χρέους μπορούν να περιορίσουν το πρόσθετο δανεισμό, να περιορίσουν πληρωμές μερισμάτων ή άλλες διανομές στους μετόχους, και να προβλέπουν ότι το χρέος

---

<sup>17</sup> Myers, Stewart C. 1977. «Determinants of Corporate Borrowing.» *Journal of Financial Economics*. November, 5:2, σελ..147-175.

είναι αμέσως ληξιπρόθεσμο και απαιτητό, αν άλλες συνθήκες έχουν σοβαρά αθετηστεί<sup>18</sup>.

### 2.2.3.2 Συγκρούσεις μεταξύ Managers και Μετόχων & η Θεωρία των

#### Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Οι Jensen και Meckling (1976) στην μελέτη τους τόνισαν το ότι οι managers (διευθυντικά στελέχη) θα ενεργήσουν με γνώμονα το δικό τους οικονομικό συμφέρον. Με αυτήν την τακτική, επενδυτικές ευκαιρίες της επιχείρησης είναι δυνατόν να χάνονται και ως επακόλουθο να μειώνεται η αξία της επιχείρησης.

Οι managers από τα επενδυτικά σχέδια με θετική Καθαρή Παρούσα Αξία δεν λαμβάνουν συνολικά οφέλη, ενώ ταυτόχρονα επιβαρύνονται με το κόστος και το κίνδυνο αυτών των σχεδίων. Αποτέλεσμα είναι να καταβάλλουν περισσότερο κόπο και χρόνο εφόσον διευρύνεται το φάσμα των αρμοδιοτήτων τους και το πεδίο που βρίσκεται υπό την εποπτεία τους πράγμα το οποίο δεν επιθυμούν.

Οι συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και managers δύναται να εξηγηθούν και από το γεγονός ότι οι μέτοχοι δεν ενδιαφέρονται για το μη-συστηματικό κίνδυνο της επιχείρησης καθώς επενδύοντας τον πλούτο τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών, έχουν την δυνατότητα να τον αποφύγουν. Αντιθέτως τα διευθυντικά στελέχη δεν έχουν τη δυνατότητα να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο τους μιας και το μεγαλύτερο ποσοστό του πλούτου

---

<sup>18</sup> Smith, C. & J. Warner (1979). «On financial contracting: an analysis of bond covenants». Journal of Financial Economics, 7(2), σελ.117-161.



τους προέρχεται από την επιχείρηση που εργάζονται. Επομένως κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τον κίνδυνο της εταιρείας απορρίπτονται και συνήθως επιλέγονται επενδύσεις που αποφέρουν χαμηλές αποδόσεις.

Το φαινόμενο της σύγκρουσης των συμφερόντων μεταξύ των managers και των μετόχων οδηγεί στην θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flow theory) του M.Jensen (1986)<sup>19</sup>. Η θεωρία αναφέρεται στο γεγονός, ότι οι κερδοφόρες επιχειρήσεις που έχουν υπερβάλλουσες ταμειακές ροές για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων τους, συνήθως αυτές δαπανώνται από τα διευθυντικά στελέχη σε μη επικερδείς επενδύσεις. Πιο συγκεκριμένα ορίζει ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι οι ροές υπεράνω αυτών που απαιτούνται προκειμένου να χρηματοδοτηθούν οι επενδύσεις με θετική ΚΠΑ και αφού προεξοφληθούν με το σχετικό κόστος κεφαλαίου.

Οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλές ελεύθερες ταμειακές ροές συνήθως έρχονται αντιμέτωπες με τις σφετεριστικές ενέργειες των managers οι οποίες δεν συντελούν στην αύξηση της αξίας της μετοχής, αλλά αντιθέτως έχουν σαν συνέπεια τη μείωση της αξίας της επιχείρησης. Το πρόβλημα έγκειται στο πώς να παρακινηθούν οι managers ώστε να αξιοποιηθούν αποδοτικά οι υπερβάλλουσες ταμειακές ροές και να μην σπαταληθούν σε μη επικερδείς επενδύσεις ή προς προσωπικό όφελος των managers.

Συνεπώς οι ελεύθερες ταμειακές ροές μπορούν να ελαττωθούν ή να περιοριστούν με τους παρακάτω τρόπους. Ένας τρόπος είναι η πραγματοποίηση πρόσφορης μερισματικής πολιτικής, δηλαδή να καταβάλλει η επιχείρηση αυξημένα

---

<sup>19</sup> Jensen, Michael C. 1986. «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.» The American Economic Review, vol 76, no. 2, May, σελ. 323-329

μερίσματα στους μετόχους ή να επαναγοραστούν μετοχές. Αυτές οι τακτικές μπορούν να λειτουργήσουν ως πειθαρχικός μηχανισμός στις σπατάλες των εταιρικών πόρων από τα διευθυντικά στελέχη και να μειώσουν το κόστος αντιπροσώπευσης μετόχων-διευθυντών.

Σύμφωνα με τον M.Jensen επίσης ένας άλλος τρόπος είναι η αύξηση του δανεισμού, καθώς προκειμένου να αποπληρώνονται οι δανειακές υποχρεώσεις της επιχείρησης τα διευθυντικά στελέχη εξαναγκάζονται σε μια σωστή διαχείριση των πλεοναζόντων μετρητών και φυσικά στην αποφυγή πτώχευσης της επιχείρησης σε περίπτωση μη εμπρόθεσμης εκπλήρωσης των δανειακών υποχρεώσεων. Η άντληση δανειακών κεφαλαίων δίνει τη δυνατότητα μείωσης των κοστών αντιπροσώπευσης που προέρχονται από τις ελεύθερες ταμειακές ροές καθώς μειώνεται το χρηματικό ποσό που είναι διαθέσιμο στην υποκειμενική κρίση των managers για να δαπανηθεί.

Ωστόσο ένας υψηλός δείκτης μόχλευσης εξαιτίας της αυξημένης χρηματοδότησης από δανειακά κεφάλαια έχει ως αποτέλεσμα ότι τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας αυξάνονται. Συνεπώς υποστηρίζεται από η συγκεκριμένη θεωρία ότι ένας άριστος δείκτης μόχλευσης, στο σημείο όπου τα οριακά κόστη από τον δανεισμό αντισταθμίζονται από τα οριακά οφέλη, συμβάλλει στην αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Παρ' όλα αυτά η χρηματοδότηση με δανειακά κεφάλαια δεν φέρει πάντα θετικά αποτελέσματα. Αυτά τα αποτελέσματα δεν θα είναι τόσο σημαντικά για ταχέως αναπτυσσόμενες και νέες επιχειρήσεις με μεγάλα και υψηλής κερδοφορίας επενδυτικά σχέδια. Οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις δεν διαθέτουν ελεύθερες ταμειακές ροές ενώ θα πρέπει να αξιοποιήσουν πλήρως τις επενδυτικές ευκαιρίες που προκύπτουν.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### 3. Εμπειρική Προσέγγιση Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

Η ανάγκη για θεωρητικό υπόβαθρο έγινε ήδη φανερή από την παρουσίαση στις προηγούμενες παραγράφους, καθώς η ανάλυση θεωρητικών υποδειγμάτων επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων κάτω από συγκεκριμένες υποθέσεις. Με τη σειρά της, η εμπειρική έρευνα επιτρέπει την αποδοχή ή απόρριψη των θεωρητικών αποτελεσμάτων και άρα και των υποθέσεων κάτω από τις οποίες διατυπώθηκαν. Με αυτό τον τρόπο μέσα από τις εμπειρικές έρευνες μπορούν να μας δοθούν στοιχεία που να παρουσιάζουν ποιοι παράγοντες έχουν σημαντική επίδραση στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Σε αυτό το σημείο θα γίνει αναφορά σε διεθνείς εμπειρικές έρευνες στις οποίες έχουν μελετηθεί παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων όπως είναι οι επενδυτικές ευκαιρίες, το μέγεθος των επιχειρήσεων, η πληροφόρηση, τα κόστη χρεοκοπίας και η διάρκεια δανεισμού.

#### 3.1 Επενδυτικές Ευκαιρίες

Ένας από τους παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν την κεφαλαιακή διάρθρωση είναι οι επενδυτικές ευκαιρίες. Σε εμπειρική μελέτη των W. Drobetz και R. Fix (2003)<sup>20</sup> εξετάζουν σε δείγμα 124<sup>21</sup> Ελβετικών επιχειρήσεων (βάση

---

<sup>20</sup> Wolfgang Drobetz Roger Fix , «What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland» Swiss Journal of Economics and Statistics, 2003 σελ. 1-37

<sup>21</sup> Το αρχικό τους δείγμα ήταν 253 επιχειρήσεις από το Ελβετικό χρηματιστήριο από όπου αφαιρέθηκαν τραπεζικός, ασφαλιστικός κλάδος και χρηματιστηριακές.

δεδομένων Worldscope) τους παράγοντες, μέσα σε αυτούς και επενδυτικές ευκαιρίες, που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση, καθώς και την ισχύ των θεωριών trade off και pecking order. Αναφέρουν ότι με βάση προηγούμενες μελέτες των Galai και Masulis (1976), Jensen και Meckling (1976), Myers (1977) και Fama και French (2000) υποστηρίζουν ότι εταιρείες με δυνατότητα ανάπτυξης τείνουν να έχουν χαμηλή δανειακή επιβάρυνση. Οι επενδυτικές ευκαιρίες προτρέπουν τις επιχειρήσεις να αναλάβουν μεγαλύτερο ρίσκο. Αυτό εξηγεί γιατί επιχειρήσεις με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες θεωρούνται επισφαλείς και αντιμετωπίζουν δυσκολία στο να δανειστούν με ευνοϊκούς ορους. Συνεπώς η ανάπτυξη – επενδυτικές ευκαιρίες σχετίζονται αρνητικά με τη μόχλευση, γεγονός το οποίο προβλέπει και η trade-off θεωρία. Ωστόσο, σύμφωνα με την pecking order θεωρία παρουσιάζεται θετική συσχέτιση μεταξύ επενδυτικών ευκαιριών και μόχλευσης, λόγω του ότι οι επιχειρήσεις όταν οι επενδυτικές τους ανάγκες είναι μεγαλύτερες από τα παρακρατηθέντα κέρδη αυξάνουν το επίπεδο δανεισμού.

Για τον υπολογισμό των επενδυτικών ευκαιριών χρησιμοποίησαν τον δείκτη P/BV (Τιμή μετοχής / Λογιστική Αξία ή market-to-book) όπου η λογιστική αξία δείχνει τα υλικά περιουσιακά στοιχεία και η τιμή της μετοχής αντιπροσωπεύει τα άυλα περιουσιακά στοιχεία. Έτσι όσο πιο μεγάλες επενδυτικές ευκαιρίες σε σχέση με τα υλικά περιουσιακά στοιχεία τόσο πιο υψηλός είναι ο δείκτης P/BV για την επιχείρηση. Τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις με περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες είχαν λιγότερη μόχλευση, γεγονός το οποίο υποστηρίζεται από την trade-off θεωρία.

Επίσης οι M.J. Barclay, C.W. Smith (2005)<sup>22</sup> αναφέρουν ότι όσο μεγαλύτερες είναι οι επενδυτικές τους ευκαιρίες και ανάλογα με το μέγεθος της εταιρείας, τόσο χαμηλότερος είναι δείκτης μόχλευσης. Σε έρευνα που έγινε σε 8.800 βιομηχανικές επιχειρήσεις των Η.Π.Α. (βάση δεδομένων Compustat)<sup>23</sup> για το διάστημα 1950 έως 2003 χρησιμοποίησαν τον αριθμοδείκτη P/BV. Τα αποτελέσματα από την εμπειρική έρευνα παρουσίασαν ότι επιχειρήσεις με υψηλό αριθμοδείκτη P/BV παρουσίαζαν σημαντικά χαμηλή δανειακή επιβάρυνση από τις επιχειρήσεις που είχαν χαμηλό αριθμοδείκτη P/BV. Επιπλέον η συσχέτιση ανάμεσα στον αριθμοδείκτη P/BV και τον δείκτη μόχλευσης παρουσιάστηκε υψηλά στατιστικά σημαντική στην παλινδρόμηση που χρησιμοποιήθηκε.

### 3.3. Μέγεθος Επιχείρησης

Η επίδραση του μεγέθους της εταιρείας στην μόχλευση είναι διαφορούμενη. Η trade-off θεωρία προβλέπει μια αντίστροφη σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρείας και της πιθανότητας πτώχευσης, δηλαδή, μια θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους και της μόχλευσης. Η pecking order θεωρία προβλέπει μια αρνητική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και του μεγέθους της επιχείρησης, καθώς όσο μεγαλύτερη είναι η εταιρεία τόσο το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι μικρότερο.

---

<sup>22</sup>Michael J.Barclay Clifford Smith, «'The Capital structure puzzle:The evidence Revisited», Journal of Applied Corporate Finance, Vol 17 (2005) σελ.12-13

<sup>23</sup>Michael J.Barclay Clifford Smith, «'The Capital structure puzzle:The evidence Revisited», Journal of Applied Corporate Finance, Vol 17 (2005) σελ.12

Σε έρευνα που έγινε σε 390 επιχειρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου (βάση δεδομένων Datastream)<sup>24</sup>, από τον Ozkan (2001), για το χρονικό διάστημα 1984 έως 1996 χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του μεγέθους των επιχειρήσεων οι πωλήσεις των εταιρειών και κατά πόσο επιδρούν στους δείκτες μόχλευσης.

Αναφέρθηκε ότι με βάση προγενέστερες μελέτες υπάρχουν, αντικρουόμενα αποτελέσματα για τη σχέση μεταξύ του μεγέθους και της μόχλευσης. Οι Ferri και Jones (1979), Kim και Sorensen (1986), και Chung (1993) δείχνουν ότι δεν υπάρχει συστηματική σχέση μεταξύ μεγέθους της επιχείρησης και της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Από την άλλη πλευρά, οι Homaifar (1994) και Titman και Wessels (1988) αναφέρουν ότι τα αποτελέσματά τους είναι σύμφωνα με την γνώμη ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν υψηλότερα ποσοστά χρέους.

Έχει προταθεί από αρκετούς συγγραφείς ότι το μέγεθος της επιχείρησης σχετίζεται θετικά με τον δείκτη μόχλευσης. Η πεποίθηση αυτή προκύπτει από τα στοιχεία των Warner(1977) και Ang (1982) ότι ο λόγος των αμέσων κόστων χρεοκοπίας προς την αξία της επιχείρησης μειώνεται όσο η αξία αυξάνεται, υποδηλώνοντας έτσι ότι οι επιπτώσεις των κόστων χρεοκοπίας στον τρόπο που δανείζονται οι μεγάλες επιχειρήσεις μπορεί να είναι αμελητέες. Επίσης υποστηρίζεται ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις είναι πιο διαφοροποιημένες (Rajan και Zingales, 1995) και αποτυγχάνουν σπανιότερα, γεγονός που υποδηλώνει ότι το μέγεθος της επιχείρησης είναι αρνητικά συσχετιζόμενο με την πιθανότητα πτωχεύσεως. Ένας επιπλέον λόγος για τις μικρότερες επιχειρήσεις να έχουν

---

<sup>24</sup> Aydin Ozkan «Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data» Journal of Business Finance & Accounting, 28(1) & (2), January/March 2001

χαμηλότερους δείκτες μόχλευσης, είναι ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις πιθανόν να πτωχεύσουν όταν αντιμετωπίζουν οικονομική δυσχέρεια.

Τα αποτελέσματα του δεν ήταν επαρκή καθώς παρουσίαζαν ότι η θετική συσχέτιση του μεγέθους της εταιρείας με τους δείκτες μόχλευσης ήταν στατιστικά σημαντική κατά ποσοστό 5% και 10% στα διαφορετικά μοντέλα παλινδρόμησης. Συνεπώς, εμφανίστηκε περιορισμένη υποστήριξη για θετική επίδραση στην μόχλευση που να προκύπτει από το μέγεθος των επιχειρήσεων.

Επίσης με βάση έρευνα των M.J. Barclay, C.W., Smith R.L. Watts<sup>25</sup> που πραγματοποιήθηκε σε 6.780 επιχειρήσεις (στοιχεία από την βάση δεδομένων της Compustat) για τα έτη 1963 – 1993 εξετάστηκε αν το μέγεθος της εταιρείας, βάσει των πωλήσεών της, επιδρά στους δείκτες μόχλευσης. Αναφέρουν ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις αναμένεται να έχουν υψηλότερους δείκτες μόχλευσης γιατί έχουν χαμηλότερα κόστη πτώχευσης. Αλλά στο βαθμό που οι λογιστικές αξίες είναι πιθανό να υποτιμήσουν την δανειοληπτική ικανότητα των μεγαλύτερων εταιρειών (καθώς τείνουν να είναι παλαιότερες εταιρείες), οι μεγαλύτερες εταιρείες μπορούσαν μάλιστα να έχουν χαμηλότερη μόχλευση. Κατά συνέπεια και τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων σχετικά με τη μόχλευση και το μέγεθος των επιχειρήσεων δεν ήταν σαφή από την μελέτη τους. Η συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους της εταιρείας και του δείκτη μόχλευσης (σε ομαδοποιημένα διαστρωματικά στοιχεία) παρουσιάστηκε αρνητική και στατιστικά σημαντική, το οποίο δείχνει ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν χαμηλότερο δανεισμό. Αντιθέτως στην παλινδρόμηση των σταθερών επιδράσεων παρουσιάστηκε θετική

---

<sup>25</sup> Donald H. Chew, jr, The New Corporate Finance: where theory meets practice, « Capital structure and payout policy, The determinants of corporate leverage and dividend policies», σελ. 228

και σημαντική συσχέτιση ανάμεσα στο μέγεθος και τον δείκτη μόχλευσης της επιχείρησης δείχνοντας ότι οι μεγάλες εταιρείες έχουν υψηλότερο δανεισμό. Εν τούτοις ο οικονομικός αντίκτυπος του μεγέθους της επιχείρησης στη μόχλευση ήταν σχετικά χαμηλός.

### **3.3. Κόστη Πληροφόρησης & Κερδοφορία**

Τα εταιρικά στελέχη έχουν συχνά καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με την αξία των επιχειρήσεών τους από ότι έχουν οι εξωτερικοί επενδυτές. Το γεγονός ότι υπάρχει διαφοροποίηση στην πληροφόρηση μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των επενδυτών έχει οδηγήσει στη διατύπωση τριών διαφορετικών, αλλά σχετιζόμενων μεταξύ τους, θεωριών χρηματοδοτικών αποφάσεων και είναι η μια γνωστή ως market timing, η δεύτερη ως signaling<sup>26</sup>, και η τελευταία ως pecking order.

Στην εμπειρική μελέτη τους οι M.J. Barclay, C.W. Smith (2005)<sup>27</sup> αναφέρουν ότι η market timing και η signaling θεωρίες, λένε ότι οι επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να εκδώσουν χρέος από ότι μετοχές, όταν είναι υποτιμημένες (undervalued), εξαιτίας του μεγάλου κόστους πληροφόρησης που συνδέεται με την προσφορά των μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με την signaling θεωρία οι υποτιμημένες επιχειρήσεις (ή high-quality) παρουσιάζουν υψηλότερη δανειακή επιβάρυνση σε σχέση με τις υπερτιμημένες επιχειρήσεις (ή low-quality). Επιπλέον η pecking order θεωρία προβλέπει ότι οι εταιρείες με σταθερά υψηλά κέρδη, είναι

---

<sup>26</sup> Michael J. Barclay Clifford Smith, "The Capital structure puzzle: The evidence Revisited", Journal of Applied Corporate Finance, Vol 17 (2005) σελ.11

<sup>27</sup> Michael J. Barclay Clifford Smith, "The Capital structure puzzle: The evidence Revisited", Journal of Applied Corporate Finance, Vol 17 (2005) σελ.14 Αναφέρθηκε πιο πάνω η μελέτη



πιθανό να έχουν χαμηλούς δείκτες μόχλευσης, κυρίως επειδή δεν χρειάζονται εξωτερικά κεφάλαια. Λιγότερο κερδοφόρες εταιρείες, και αυτές με μεγάλες απαιτήσεις σε χρηματοδότηση, θα καταλήξουν με υψηλή μόχλευση, λόγω της απροθυμίας των διευθυντών για την έκδοση μετοχών.

Αναφέρουν ότι η ερμηνευτική δύναμη της signaling, θα πρέπει να παρουσιάζει μια σημαντικά θετική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης και των κερδών της. Ωστόσο αυτό που διαπιστώσαν στην έρευνα τους, ήταν μικρή (αν και στατιστικά σημαντική) αρνητική συσχέτιση επιβεβαιώνοντας την θεωρία pecking order.

Με βάση εμπειρική μελέτη των M. Frank και V. Goyal (2003)<sup>28</sup> για το χρονικό διάστημα 1950 έως 2000 σε μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις των Η.Π.Α. (βάση δεδομένων Compustat) μελετούν 39 παράγοντες που σχετίζονται με την μόχλευση και συνεπώς επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση. Ένας από τους παράγοντες που εξετάστηκε ήταν η κερδοφορία. Συγκεκριμένα αναφέρουν ότι ο παράγοντας κερδοφορία έχει αμφιλεγόμενη επίδραση στη μόχλευση σε λογιστικές ή αγοραίες τιμές. Συμφωνά με την trade-off θεωρία παρουσιάζεται θετική συσχέτιση ανάμεσα στην μόχλευση και τα κέρδη. Επιπλέον, η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης (Jensen και Meckling 1976, Easterbrook 1984, και Jensen 1986) αλλά και η signaling θεωρία (Ross 1977) υποστηρίζουν την θετική επίδραση των κερδών. Τα αποτελέσματα τους για την κερδοφορία μετά και από διορθώσεις για τυχόν ελλιπή στοιχεία έδειξαν ένα θετικό πρόσημο σε σχέση με τη μόχλευση επιβεβαιώνοντας τις προβλέψεις τους για την trade-off θεωρία.

---

<sup>28</sup> Murray Z. Frank and Vidhan K. Goyal, April 17, 2003, «Capital Structure Decisions», Unpublished working paper, University of British Columbia, σελ. 1-55

### 3.4 Κόστη Χρεοκοπίας

Όπως υποστηρίζει η trade off θεωρία η μόχλευση μιας επιχείρησης καθοδηγείται από τρεις συνιστώσες, τους φόρους, τα κόστη πτώχευσης και τα κόστη αντιπροσώπευσης. Όταν μια επιχείρηση συγκεντρώνει υπερβολικό χρέος για να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές της, μπορεί να μην καταφέρει να αποπληρώσει το χρέος.<sup>29</sup> Εάν η πληρωμή του χρέους δεν καταβάλλεται, όταν είναι καταστεί ληξιπρόθεσμη και αθετείται, η επιχείρηση απλά μεταφέρεται στους δανειστές. Ωστόσο, υπάρχουν κόστη ευκαιρίας που προκύπτουν στην περίπτωση της εταιρικής πτώχευσης. Έρχονται σε δύο μορφές, άμεσα και έμμεσα κόστη.

Τα άμεσα κόστη πτώχευσης είναι οι νομικές, διοικητικές και συμβουλευτικές αμοιβές όταν η επιχείρηση ξεκινάει την επίσημη διαδικασία πτώχευσης. Τα άμεσα κόστη για τη διοίκηση της επιχείρησης στη διαδικασία πτώχευσης είναι σχετικά μικρά σε σύγκριση με τις αγοραίες αξίες των επιχειρήσεων. Ωστόσο, αν και τα άμεσα κόστη πτώχευσης φαίνονται λιγότερο σημαντικά για τις μεγάλες επιχειρήσεις, για τις μικρές εταιρείες είναι ουσιαστικά (J.Warner 1977, Haugen & Senbet 1978). Τα έμμεσα κόστη προκύπτουν από τις συγκρούσεις συμφερόντων, την ασύμμετρη πληροφόρηση, την υποτίμηση της ανταγωνιστικής θέσης της επιχείρησης, τα υψηλά λειτουργικά κόστη. Είναι δύσκολο να παρατηρηθούν και να υπολογιστούν. Τα έμμεσα κόστη

---

<sup>29</sup> Wolfgang Drobetz\_ and Roger Fix «What are the determinants of capital structure ? Some evidence for Switzerland» Swiss Journal of Economics and Statistics, Working Paper 88 (2005) σελ.3

χρεοκοπίας ενδεχομένως είναι σημαντικά για τις μεγάλες και για τις μικρές επιχειρήσεις<sup>30</sup>.

Με βάση την trade-off θεωρία της διάρθρωσης του κεφαλαίου υπάρχει ένας βέλτιστος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης. Οι επιχειρήσεις προσπαθούν να ισορροπήσουν τα φορολογικά οφέλη της υψηλής μόχλευσης και τη μεγάλη πιθανότητα της χρηματοοικονομικής δυσχέρειας.

Ο Myers (1977)<sup>31</sup> υποστήριξε ότι οι εταιρείες των οποίων η αξία αποτελείται κατά κύριο λόγο από επενδυτικές ευκαιρίες- δυνατότητες ανάπτυξης, γενικώς θα αποφεύγουν το χρέος-δανεισμό προκειμένου να περιορίσουν πιθανή απώλεια της αξία τους. Αντίθετα, ώριμες εταιρείες με λίγες επικερδείς επενδυτικές ευκαιρίες έχουν τα χαμηλότερα αναμενόμενα κόστη χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Οι εταιρείες αυτές, παρουσιάζουν σημαντικά υψηλότερα ποσοστά μόχλευσης, σε σχέση με τις υψηλής ανάπτυξης επιχειρήσεις.

Οι Andrade και Kaplan (1998)<sup>32</sup> σε εμπειρική τους έρευνα μελέτησαν 31 επιχειρήσεις των Η.Π.Α. (δεδομένα από NEXIS, CRSP, COMPUSTAT) στα τέλη της δεκαετίας του 1980 που παρουσίαζαν συναλλαγές υψηλής μόχλευσης και εν συνεχεία κατέληξαν να αντιμετωπίζουν οικονομική δυσχέρεια. Προχώρησαν σε ποσοτικές και ποιοτικές εκτιμήσεις των αμέσων και έμμεσων κόστων χρηματοοικονομικής δυσχέρειας και των παραγόντων τους.

---

<sup>30</sup> L.Senbet & J.Seward «Financial Distress, Bankruptcy and Reorganization» Handbooks in OR & MS Vol. 9 (1995) Elsevier, σελ. 944-945

<sup>31</sup> Myers, Stewart C. 1977. «Determinants of Corporate Borrowing.» Journal of Financial Economics., σελ.147-75.

<sup>32</sup> Andrade. G., and S. Kaplan, 1998, «How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed», Journal of Finance VOL. LIII, NO. 5, σελ. 1443-1494

Πιο συγκεκριμένα παρέχουν διάφορες εκτιμήσεις για το μέγεθος του καθαρού κόστους της χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Για το σύνολο του δείγματος, κατέληξαν ότι τα εν λόγω κόστη κυμαίνονται στο 10% με 20% της αξίας της εταιρείας. Οι εκτιμήσεις τους για τα καθαρά κόστη χρηματοοικονομικής δυσχέρειας δείχνουν ότι υπάρχουν τέτοιου ύψους κόστη και δεν είναι ασήμαντα σε μέγεθος. Ειδικότερα, τα αποτελέσματα τους είναι υψηλά σε σχέση με προυπάρχουσες εκτιμήσεις των άμεσων κόστων της χρηματοοικονομικής δυσχέρειας του 3% της αξίας εταιρείας (Weiss 1990).

Επιπλέον διαχωρίζουν το δείγμα τους σε επιχειρήσεις που βιώνουν ή δεν βιώνουν δυσμενές οικονομικό σοκ, όπου παρουσιάζεται ότι τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσχέρειας να είναι αμελητέα για το υποσύνολο που δεν βιώνει δυσμενές οικονομικό σοκ. Τα αποτελέσματα αυτά συνεπάγονται μικρά ή ασήμαντα κόστη χρηματοοικονομικής δυσχέρειας.

Στην έρευνα του ο J.B.Warner (1977)<sup>33</sup> ασχολείται με το μέγεθος των κόστων χρεοκοπίας και κατά πόσο έχουν σημαντική επίδραση στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Τα στοιχεία του σχετικά με το άμεσο κόστος της εταιρικής πτώχευσης προέρχονται από 11 επιχειρήσεις σιδηροδρόμων στις Η.Π.Α. (δεδομένα από την Επιτροπή Εμπορίου των Η.Π.Α. – I.C.C.) που ήταν σε διαδικασία πτώχευσης κατά τα έτη 1933 έως 1955.

Εξετάστηκε ο δείκτης του κόστους πτώχευσης προς την αγοραία αξία της επιχείρησης πριν την εμφάνιση της χρεοκοπίας και όχι κατά το χρόνο της χρεοκοπίας. Επίσης μετρήθηκε και ο δείκτης της Δανειακής επιβάρυνσης προς τα

---

<sup>33</sup> Warner, J.B., «Bankruptcy Costs: Some Evidence», Journal of Finance, Vol.32 (1977), σελ. 337-48

Ίδια κεφάλαια (debt/equity ratio) σε διαφορετικές χρονικές στιγμές πριν την πτώχευση. Παρατηρήθηκε ότι ο δείκτης των άμεσων κόστων χρεοκοπίας προς την αγοραία αξία της επιχείρησης μειώνεται καθώς η αξία της επιχείρησης αυξάνεται.

Ο Warner διαπιστώνει ότι οι άμεσα κόστη χρηματοοικονομικής δυσχέρειας κυμαίνεται κατά μέσο όρο περίπου στο 1% με 5% της αγοραίας αξίας της επιχείρησης. Αναφέρει ότι τα ποσοστά αυτά είναι σχετικά μικρά και ασήμαντα, ωστόσο, ο Warner εκτιμά ότι τα κόστη δεν είναι αρκετά μικρά για να αμεληθούν εντελώς στο πλαίσιο των συζητήσεων της πολιτικής για τη διάρθρωση του κεφαλαίου.

### 3.5 Διάρκεια Δανεισμού

Οι περισσότερες ακαδημαϊκές συζητήσεις για τη διάρθρωση του κεφαλαίου επικεντρώνονται στους δείκτες μόχλευσης. Ωστόσο, ο δανεισμός διαφοροποιείται από σημαντικούς παράγοντες συμπεριλαμβανομένων της διάρκειας-ωριμότητας, της προτεραιότητας, της μετατρεψιμότητας και των περιοριστικών συμβολαίων. Κάθε ένα από αυτά τα χαρακτηριστικά είναι δυνητικά σημαντικά ως προς την αντιμετώπιση των προβλημάτων που προέρχονται από τον δανεισμό.

Πιο συγκεκριμένα, επιχειρήσεις γρήγορα αναπτυσσόμενες που έχουν πολλές επενδυτικές ευκαιρίες θα προτιμήσουν το βραχυπρόθεσμο δανεισμό<sup>34</sup> προκειμένου να εξασφαλίσουν μεγαλύτερη χρηματοδότηση, να προστατέψουν

---

<sup>34</sup> Michael J. Barclay Clifford Smith, «The Capital structure puzzle: The evidence Revisited», *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 17 (2005) σελ.14

τους πιστωτές από την αβεβαιότητα της γρήγορης ανάπτυξης της επιχείρησης και να επιτύχουν στρατηγική ευελιξία στις επενδυτικές τους ευκαιρίες.

Σύμφωνα με το παραπάνω επιχείρημα, οι δοκιμές των M.J. Barclay, C.W. Smith (1996)<sup>35</sup> στις 6.000 βιομηχανικές επιχειρήσεις των Η.Π.Α για τα έτη 1981 έως 1994, επιβεβαίωσαν ότι οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις τείνουν να έχουν σημαντικά μικρότερο μακροπρόθεσμο χρέος (οριζόμενο ότι έχει διάρκεια μεγαλύτερη των τριών ετών) ως ποσοστό του συνολικού χρέους, σε σχέση με τις επιχειρήσεις που έχουν περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες. Ειδικότερα, ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός αναλογεί στο 16% του συνολικού κεφαλαίου, αν και ο μακροπρόθεσμος δανεισμός διαμορφώνεται στο 8% του συνολικού κεφαλαίου. Επίσης ο μέσος μακροπρόθεσμος δανεισμός διαμορφώθηκε στο 12% του συνολικού κεφαλαίου και ο μέσος βραχυπρόθεσμος δανεισμός στο 11% του συνολικού κεφαλαίου. Οι παλινδρομήσεις έδειξαν ότι η αναλογία του μακροπροθέσμου δανεισμού προς το συνολικό χρέος ήταν 18%.

Στην εμπειρική τους μελέτη οι A.Bevan και J.Danbolt (2000)<sup>36</sup> αναλύουν την δυναμική της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου για τα έτη 1991 έως 1997. Τα δεδομένα τους προέρχονται από 1054 μη-χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ( βάση δεδομένων Datastream). Τα αποτελέσματα τους δείχνουν ότι η φύση της πιστωτικής αγοράς στο Ηνωμένο Βασίλειο έχει αλλάξει σημαντικά κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Πιο συγκεκριμένα οι μεγαλύτερες εταιρείες εξαρτώνται περισσότερο από το

---

<sup>35</sup> Michael J. Barclay and Clifford W. Smith, Jr., «On Financial Architecture: Leverage, Maturity, and Priority», *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 8, No. 4 (1996)

<sup>36</sup> Bevan, **And** Danbolt, J. (2000) «Dynamics in the Determinants of Capital structure in the United Kingdom.» Department of Accounting and Finance University of Glasgow Working Paper Series σελ. 1-37.

μακροπρόθεσμο δανεισμό και οι μικρότερες εταιρείες από το βραχυπρόθεσμο δανεισμό, ωστόσο παρατηρούν ότι οι τράπεζες από το 1995 έχουν γίνει πιο πρόθυμες να δανείσουν μακροπρόθεσμα σε μικρότερες εταιρείες. Επιπλέον η ανάλυση τους αποκαλύπτει ότι οι εταιρείες με υψηλά επίπεδα των ευκαιριών ανάπτυξης τείνουν να χρησιμοποιούν περισσότερο μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Ωστόσο, φαίνεται ότι οι εταιρείες αυτές έχουν μετακινηθεί από το δανεισμό προς την έκδοση μετοχών και αν και μέσω της ανάλυσής τους δεν μπορούν να συμπεράνουν με ακρίβεια, προτείνουν ότι το φαινόμενο αυτό πιθανόν οφείλεται στην αύξηση της ζήτησης των μετοχών, των εταιρειών με μεγάλες ευκαιρίες ανάπτυξης, όπως αυτές στους τομείς της υψηλής τεχνολογίας και του διαδικτύου.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### 4. Εμπειρική Ανάλυση

Στο τέταρτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας παραθέτονται στοιχεία επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα και σχετίζονται με την διάρθρωση του κεφαλαίου τους. Η επιλογή έγινε σε συγκεκριμένους κλάδους και επιχειρήσεις και για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Πιο συγκεκριμένα εξετάζονται οι επιχειρήσεις των κλάδων Τηλεπικοινωνίας, Κατασκευών, Κλωστοϋφαντουργίας και Πληροφορικής που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, από όπου αντλήθηκαν κιόλας τα δεδομένα και για τη χρονική περίοδο 2004 έως 2009. Σκοπός είναι μέσα από την εξέταση των στοιχείων να εξαχθούν συμπεράσματα σε σχέση με τους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων. Ειδικότερα εξετάστηκε αν οι παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών σε χώρες του εξωτερικού και που αναφερθήκαν στην προηγούμενη ενότητα μέσω των εμπειρικών μελετών ξένων ερευνητών, επηρεάζουν αντίστοιχα και την κεφαλαιακή δομή των ελληνικών επιχειρήσεων. Οι παράγοντες που μελετήθηκαν είναι η διάρκεια δανεισμού, οι επενδυτικές ευκαιρίες, το μέγεθος των επιχειρήσεων, η πληροφόρηση και τα κόστη χρεοκοπίας. Ο προσδιορισμός τους πραγματοποιήθηκε μέσω υπολογισμού των κάτωθι αριθμοδεικτών:

- Σύνολο Υποχρεώσεων / Ίδια Κεφάλαια
- Σύνολο Υποχρεώσεων / Ενεργητικό
- Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις / Ενεργητικό



- Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις / Ενεργητικό
- Τιμή Μετοχής / Λογιστική Αξία

Επιπλέον μετρήθηκαν ο μέσος όρος και η τυπική απόκλιση των αριθμοδεικτών για κάθε κλάδο αλλά και για κάθε έτος από το 2004 έως το 2009 όπως επίσης υπολογίστηκαν οι μέσοι όροι των δεικτών ανά τριετία προκειμένου να ερμηνευτεί η επίδραση της οικονομικής ύφεσης στις επιχειρήσεις.

Επιπροσθέτως, ο υπολογισμός του δείκτη Τιμή Μετοχής / Λογιστική Αξία, αποτελεί κριτήριο των πιθανών επενδυτικών ευκαιριών των επιχειρήσεων, καθώς η τιμή της μετοχής αντιπροσωπεύει τις δυνατότητες ανάπτυξης σε σχέση με την λογιστική αξία. Εξετάζεται λοιπόν η πορεία των αριθμοδεικτών δανειακής επιβάρυνσης διακρίνοντας τις υποχρεώσεις μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα αλλά και στο σύνολο τους. Επιπλέον εξετάζεται η σχέση της δανειακής επιβάρυνσης με τον δείκτη Τιμή Μετοχής / Λογιστική Αξία. Για τις επιχειρήσεις των τεσσάρων κλάδων μελετάται αν υπάρχει σχέση της συνολικής δανειακής επιβάρυνσης των εταιρειών με τις πωλήσεις τους καθώς και η σχέση της δανειακής επιβάρυνσης με τα κέρδη τους.

#### **4.1. Κλάδοι των Ελληνικών επιχειρήσεων**

Η επιλογή των τεσσάρων κλάδων έγινε με βάση τις διαφορές τους ως προς την δραστηριοποίηση τους. Πιο συγκεκριμένα οι επιχειρήσεις του κλάδου τηλεπικοινωνιών και πληροφορικής είναι επιχειρήσεις κυρίως με εμπορική δραστηριότητα, ενώ οι επιχειρήσεις των κατασκευών και της κλωστοϋφαντουργίας είναι κατά βάση βιομηχανικές. Ωστόσο παρουσιάζουν διαφορές ως προς τα

προϊόντα και τις υπηρεσίες που προσφέρουν στην αγορά, γεγονός που καθιστά χρήσιμη την ξεχωριστή μελέτη τους.

Επίσης ως ένας άλλος παράγοντας επιλογής των τεσσάρων κλάδων αποτέλεσαν οι επενδυτικές ευκαιρίες. Πιο συγκεκριμένα οι επιχειρήσεις μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε επιχειρήσεις αξίας (value) και σε επιχειρήσεις ανάπτυξης (growth), συμφωνά με την δυνατότητα τους σε επενδυτικές ευκαιρίες.

Οι επιχειρήσεις ανάπτυξης δημιουργούν σημαντικές θετικές ταμειακές ροές και κέρδη τα οποία αυξάνουν με υψηλούς ρυθμούς από ό, τι το σύνολο της οικονομίας. Επιπλέον τείνουν να έχουν πολύ κερδοφόρες ευκαιρίες επένδυσης και αποτελούνται από άυλα περιουσιακά στοιχεία. Συνήθως οι επιχειρήσεις ανάπτυξης χαρακτηρίζονται από υψηλό δείκτη Τιμή Μετοχής /Λογιστική Αξία. Οι επιχειρήσεις αξίας παρουσιάζουν σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης δεν έχουν αρκετές ευκαιρίες επένδυσης και αποτελούνται από απτά περιουσιακά στοιχεία. Συνήθως οι επιχειρήσεις αξίας χαρακτηρίζονται από χαμηλό δείκτη Τιμή Μετοχής /Λογιστική Αξία . Συνεπώς ως επιχειρήσεις ανάπτυξης θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών και της πληροφορικής ενώ ως επιχειρήσεις αξίας μπορούν να χαρακτηριστούν ο κλάδος των κατασκευών και της κλωστοϋφαντουργίας.

Ο κατασκευαστικός κλάδος<sup>37</sup> θεωρείται από τους σημαντικότερους κλάδους της Ελληνικής Οικονομίας και συνδέεται στενά με την οικονομική ανάπτυξη της χώρας, ενώ η σημασία του για τη διαμόρφωση τάσεων και εξελίξεων στα μεγέθη της Ελληνικής Οικονομίας είναι αδιαμφισβήτητη. Η ροή χρηματικών κονδυλίων από το Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης III για την ολοκλήρωση των

---

<sup>37</sup> [www.sate.gr](http://www.sate.gr), ΣΑΤΕ «Ο Ελληνικός Κατασκευαστικός Κλάδος» 2010

αναπτυξιακών έργων υποδομής και η ανάληψη της Ολυμπιάδας. Ο συνολικός αριθμός εταιριών που απαρτίζουν τον κατασκευαστικό κλάδο ανέρχεται στις 2.500 περίπου, από τις οποίες οι 603 έχουν τη μορφή Α.Ε. και Ε.Π.Ε. Η συνολική άμεση απασχόληση στον κλάδο ξεπέρασε τα 340.000 άτομα κατά τη διάρκεια της εκτέλεσης των Ολυμπιακών έργων ενώ μειώθηκε στην συνέχεια λόγω της ύφεσης που επακολούθησε. Οι ανώνυμες κατασκευαστικές επιχειρήσεις οι οποίες είναι κάτοχοι πτυχίων 7ης τάξης ανέρχονται σε 14. Η κατασκευαστική δραστηριότητα μπορεί να αναλυθεί κυρίως σε δύο επιμέρους κατηγορίες στα Δημόσια Έργα και στα Ιδιωτικά Έργα. Επιπλέον, οι δείκτες εξωτερικού εμπορίου του κλάδου διατηρούνται σε χαμηλά επίπεδα. Οι κατασκευαστικές εταιρίες της εγχώριας αγοράς, τείνουν να επικεντρώνουν τις δραστηριότητές τους σε αυτή. Παρ' όλα αυτά υπάρχουν εταιρίες οι οποίες στα μελλοντικά τους σχέδια συμπεριλαμβάνουν την πραγματοποίηση επενδύσεων σε αναπτυσσόμενες αγορές.

Η κλωστοϋφαντουργία<sup>38</sup> αποτελεί σημαντικό κλάδο της ελληνικής μεταποιητικής βιομηχανίας, ο οποίος περιλαμβάνει πολλούς επιμέρους υποκλάδους όπως της νηματουργίας, της υφαντουργίας, της πλεκτικής, της ένδυσης και άλλους τομείς που συνδέονται στενά μεταξύ τους. Σύμφωνα με στοιχεία του Συνδέσμου Ελλήνων Βιομηχάνων Κλωστοϋφαντουργών, ο κλάδος της κλωστοϋφαντουργίας συμβάλλει με ποσοστό 15% περίπου στη διαμόρφωση του ΑΕΠ της χώρας, ενώ απασχολεί 70.000 εργαζομένους. Ο κλάδος της κλωστοϋφαντουργίας στην Ελλάδα εμφάνισε σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης κατά τις δεκαετίες του '70 και '80, περίοδο κατά την οποία διατηρούσε ισχυρή

---

<sup>38</sup> www.iobe.gr Γ.Μανιάτης ,S.Danchev, Μ.Βασιλειάδης, Μ.Χ.Πολυκρέτη «Ο Κλάδος της Κλωστοϋφαντουργίας» IOBE -2010

θέση στην εγχώρια μεταποίηση. Από τις αρχές του 2000, εισήλθε σε περίοδο ύφεσης, με σημαντική μείωση της εγχώριας παραγωγής και των επενδυτικών δραστηριοτήτων, με συνέπεια να οδηγηθεί σε συρρίκνωση και αρκετές κλωστοϋφαντουργικές μονάδες να αναστέλλουν ολοσχερώς τις εργασίες τους. Ο κλάδος κλωστοϋφα-ντουργικών ειδών (στην Ευρώπη) διήλθε σε σειρά ριζικών μεταμορφώσεων κατά τα τελευταία έτη, κυρίως λόγω του συνδυασμού των τεχνολογικών μεταβολών, της εξέλιξης των διαφόρων στοιχείων κόστους παραγωγής και της εμφάνισης αξιόλογων διεθνών ανταγωνιστών. Στον εγχώριο κλάδο έχουν παραμείνει πλέον οι υγιείς επιχειρήσεις, ενώ θα πρέπει να επισημανθεί ότι η δυνατότητα επενδύσεων σε αρκετές από αυτές αυξήθηκε κυρίως λόγω των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από το Χρηματιστήριο. Ήδη, αρκετές μεγάλες εταιρίες του κλάδου παράγουν υψηλής ποιότητας προϊόντα.

Η ανάπτυξη της αγοράς πληροφορικής<sup>39</sup> στην Ελλάδα, έτσι όπως τη γνωρίζουμε σήμερα, συμπίπτει με την εμφάνιση του προσωπικού ηλεκτρονικού υπολογιστή. Η περίοδος από 1995 έως 2005 παρουσιάζει τις ελληνικές επιχειρήσεις να έχουν υιοθετήσει μαζικά την τεχνολογία της πληροφορικής, η οποία, σε συνδυασμό με την ανάπτυξη των δικτύων δεδομένων, δημιούργησε νέες προοπτικές στον κλάδο. Από το 2005 έως σήμερα οι επιχειρήσεις πληροφορικής προχωρούν σε ανασυγκρότηση με στόχο τη μείωση κόστους λειτουργίας και την εστίαση σε περιοχές που υπάρχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Το 2008 η Ελλάδα διατήρησε την 33η θέση στην παγκόσμια κατάταξη του Δείκτη Ανταγωνιστικότητας στον κλάδο της Πληροφορικής. Το δυναμικό επιχειρηματικό περιβάλλον, οι επενδύσεις που πραγματοποιούνται στο εκπαιδευτικό σύστημα για

---

<sup>39</sup> [www.sepe.gr](http://www.sepe.gr) Σύνδεσμος Επιχειρήσεων Πληροφορικής & Επικοινωνιών Ελλάδος

την ανάδειξη ταλαντούχων στελεχών πληροφορικής και το ισχυρό νομικό σύστημα αποτελούν τους τρεις σημαντικότερους παράγοντες που συνέβαλλαν στην κατάταξη της Ελλάδας στην μεσαία θέση του Δείκτη. Τα ευρήματα προέκυψαν από μια νέα μελέτη που εκπόνησε η Intelligence Unit του Economist<sup>40</sup>. Στους τομείς της Έρευνας & Ανάπτυξης και της Υποδομής για την Πληροφορική, κρίνεται αναγκαίο να πραγματοποιηθούν μεγαλύτερες επενδύσεις καθώς οι δύο αυτοί τομείς παίζουν εξίσου σημαντικό ρόλο στην τόνωση της καινοτομίας για την καθιέρωση ενός δυναμικού τεχνολογικού περιβάλλοντος.

Οι τηλεπικοινωνίες<sup>41</sup> αποτέλεσαν και αποτελούν έναν από τους κλάδους που ενισχύουν σημαντικά την οικονομία και επιδρούν άμεσα στο κοινωνικό-πολιτιστικό επίπεδο του πληθυσμού της χώρας. Η αγορά τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα διαχωρίζεται στην σταθερή τηλεφωνία και υπηρεσίες διαδικτύου και στη Κινητή τηλεφωνία. Ο αυξημένος αριθμός παρόχων και η απουσία διαχωριστικών ορίων μεταξύ των επιμέρους κλάδων της αγοράς έχει ενισχύσει τον ανταγωνισμό. Ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα παρουσιάζει πλέον σημαντικά δείγματα κορεσμού με τα επίπεδα διείσδυσης της σταθερής και κινητής τηλεφωνίας να αγγίζουν ή και να ξεπερνούν το 100%. Ο κλάδος, λοιπόν, την τελευταία δεκαετία παρουσίασε σημαντική άνθηση, φτάνοντας σταδιακά, σύμφωνα με στοιχεία μελέτης της ICAP, το 1,88% του ΑΕΠ το 2007 έναντι 1,3% του ΑΕΠ στην ΕΕ, δημιουργώντας 85.000 θέσεις εργασίας, συμβάλλοντας στη μείωση του πληθωρισμού μέσω της συνολικής μείωσης τιμών των υπηρεσιών

---

<sup>40</sup> Economist Intelligence Unit, "How technology sectors grow: Benchmarking IT industry competitiveness 2008" October 1st 2008

<sup>41</sup> www.observatory.gr, IOBE, «Μελέτη των κλάδων Πληροφορικής και Τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα: Κατάσταση και Προοπτικές» 2006

κινητής τηλεφωνίας κατά 37,1%, και συνεισφέροντας 1,9 δισ. ευρώ στα δημόσια έσοδα.

#### 4.2 Ανάλυση Στοιχείων

Τα στοιχεία αναφέρονται στους τέσσερεις εξής κλάδους: Κατασκευών, Κλωστοϋφαντουργίας, Τηλεπικοινωνιών και Πληροφορικής που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα. Για τις μετρήσεις των αριθμοδεικτών εξετάζονται ο μέσος όρος και η τυπική απόκλιση για κάθε κλάδο και για κάθε έτος. Ωστόσο πρέπει να αναφερθούμε, στους ορισμούς του αριθμητικού μέσου ( $\mu$ ) και της τυπικής απόκλισης ( $\sigma$ ). Ο μέσος όρος ορίζεται ως το άθροισμα των παρατηρήσεων δια του πλήθους αυτών. Η τυπική απόκλιση είναι η τετραγωνική ρίζα της διασποράς ή αλλιώς διακύμανσης ( $\sigma^2$ ). Η διακύμανση ή διασπορά δηλώνει πόσο συγκεντρωμένες γύρω από τη μέση τιμή είναι οι τιμές της τυχαίας μεταβλητής. Στην παρούσα μελέτη τις μεταβλητές αποτελούν οι δείκτες, συνεπώς έγιναν υπολογισμοί του μέσου και της τυπικής απόκλισης για κάθε αριθμοδείκτη στον κάθε κλάδο και ανά έτος.

##### 4.2.1 Σύνολο Υποχρεώσεων / Ίδια Κεφάλαια

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων που έχει χρηματοδοτηθεί από τους βραχυπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους πιστωτές της επιχείρησης ή αλλιώς τι ποσοστό των συνολικών κεφαλαίων της επιχείρησης αποτελούν τα Ξένα Κεφάλαια αυτής.<sup>42</sup>

---

<sup>42</sup> Peterson, Pamela Frank J. Fabozzi (1999). «Analysis of Financial Statements». New York: Wiley. σελ. 92-96

Αποδίδει τη διάρθρωση του κεφαλαίου της επιχείρησης και παρέχει πληροφορίες για την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις μακροχρόνιες υποχρεώσεις της (μακροπρόθεσμη ρευστότητα). Επίσης, δείχνει το βαθμό της δανειακής εξάρτησης της επιχείρησης από τους πιστωτές ή δανειστές της και συνακόλουθα, δείχνει το βαθμό πίεσης που εξασκούν αυτοί στην διοίκηση της οικονομικής μονάδας στη λήψη οικονομικών αποφάσεων. Όταν ο δείκτης έχει τιμές πάνω από την μονάδα δείχνει ότι οι υποχρεώσεις της επιχείρησης είναι περισσότερες από τα Ίδια κεφάλαια της.

$$\text{Αριθμ. Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{Συν. Υποχρεώσεων}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Ακολουθεί ο Πίνακας 1 από τον οποίο προκύπτει το Διάγραμμα 1 και παρουσιάζει την πορεία του δείκτη Σύνολο Υποχρεώσεων / Ίδια Κεφάλαια για τα έτη 2004 έως 2009. Σύμφωνα με τα δεδομένα παρατηρείται ότι ο δείκτης για τον κλάδο των Κατασκευών παρουσιάζεται υψηλός για το χρονικό διάστημα 2004-'09, επαληθεύοντας το γεγονός ότι εταιρείες αξίας, όπως αναφέρθηκε με βάση την θεωρητική και εμπειρική προσέγγιση, παρουσιάζουν συνήθως υψηλό δανεισμό. Οι επιχειρήσεις του κλάδου Κατασκευών, αποτελούν επιχειρήσεις με σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης, δεν παρουσιάζουν αρκετές ευκαιρίες επένδυσης, αποτελούνται από απτά περιουσιακά στοιχεία τα οποία δύναται να επιτύχουν δανεισμό με ευνοϊκούς όρους, εφόσον μπορούν να υποθηκευτούν. Καθώς ο δείκτης Σύνολο Υποχρεώσεων / Ίδια Κεφάλαια για το κλάδο των Κατασκευών

είναι υψηλός δείχνει ότι οι επιχειρήσεις αυτού του κλάδου προχωρούν σε χρηματοδότηση μέσω δανεισμού και όχι από ίδια κεφάλαια.

Επιπλέον για το χρονικό διάστημα 2004 έως 2006 συνολικά ο μέσος όρος του κλάδου διαμορφώνεται στο 2,15, ενώ αντίστοιχα για την τριετία 2007-2009 είναι στο 2,63 παρουσιάζοντας μια μικρή αύξηση στον δανεισμό και με τυπική απόκλιση στο 3,22. Η πρόσφατη δημοσιονομική κρίση της Ελλάδας δημιουργεί ένα ιδιαίτερα αρνητικό περιβάλλον για την προώθηση δημοσίων έργων και επενδύσεων στον κατασκευαστικό κλάδο. Ενώ η διατήρηση του δανεισμού σε υψηλά επίπεδα μπορεί να σημαίνει ότι πραγματοποιούνται συνεχώς επενδύσεις σε έργα, όμως αρκετές εταιρίες έχουν σημαντικό υπόλοιπο προς τις τράπεζες (ιδίως καθώς το Δημόσιο καθυστερεί ιδιαίτερα να αποπληρώσει τα έργα), με αποτέλεσμα τα όποια λειτουργικά κέρδη αποκομίζουν να συνθλιβονται από τους χρεωστικούς τόκους.

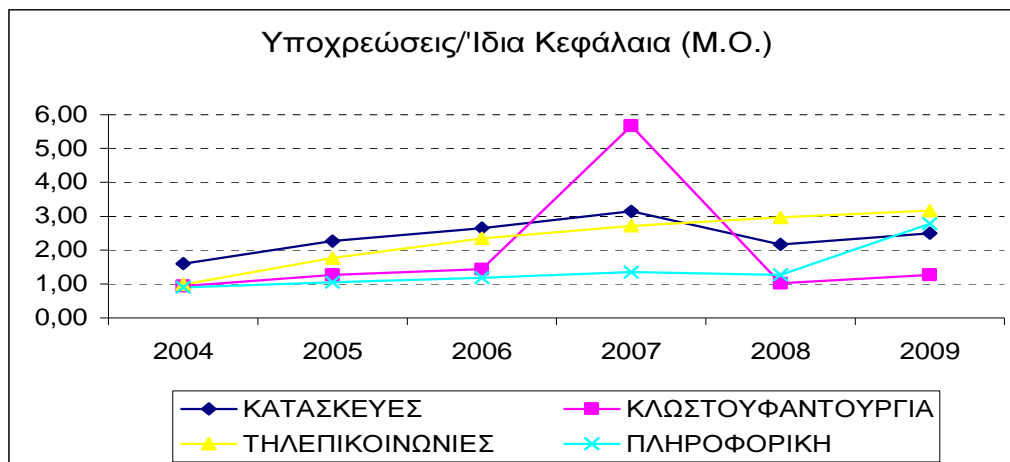
### ΠΙΝΑΚΑΣ 1

<b>Υποχρεώσεις / Ίδια Κεφάλαια</b>						
<b>ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ &amp; ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>						
<b>ΕΤΗ</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>ΚΛΑΔΟΣ</b>						
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	1,60 <i>1,53</i>	2,25 <i>3,65</i>	2,65 <i>2,84</i>	3,14 <i>4,62</i>	2,16 <i>1,40</i>	2,49 <i>2,36</i>
ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	0,94 <i>0,65</i>	1,26 <i>1,61</i>	1,42 <i>2,01</i>	5,67 <i>16,53</i>	1,01 <i>0,61</i>	1,26 <i>0,82</i>
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	0,99 <i>0,22</i>	1,76 <i>0,43</i>	2,35 <i>2,00</i>	2,72 <i>1,40</i>	2,95 <i>1,31</i>	3,16 <i>1,04</i>
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	0,90 <i>0,75</i>	1,04 <i>0,88</i>	1,19 <i>1,05</i>	1,35 <i>1,27</i>	1,26 <i>1,12</i>	2,77 <i>5,07</i>

Πηγή: ΧΑΑ & Capital.gr



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1



Στον κλάδο της Κλωστοϋφαντουργίας, ωστόσο, παρατηρείται ότι ο μέσος δείκτης Σύνολο Υποχρεώσεων / Ίδια Κεφάλαια κινείται διαχρονικά κοντά στη μονάδα, με αποτέλεσμα να μην δημιουργείται μια σαφή εικόνα όπως για τον Κατασκευαστικό κλάδο. Συγκεκριμένα για τα έτη 2005-2007 στα οποία ο δείκτης είναι υψηλός, η τυπική απόκλιση αντίστοιχα είναι υψηλή, δηλώνοντας ότι υπάρχει διασπορά των επιμέρους επιχειρήσεων από τον μέσο δείκτη του κλάδου.

Επίσης για την τριετία 2004-2006 ο συνολικός μέσος όρος διαμορφώνεται στο 1,21 ενώ για την τελευταία τριετία ο συνολικός μέσος όρος είναι στο 2,68 εμφανίζοντας μια σημαντική αύξηση κατά το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης. Συνεπώς ορισμένες κλωστοϋφαντουργίες άρχισαν να βρίσκονται σε δύσκολη θέση γιατί, πέρα από την κάμψη της κατανάλωσης, επιβαρύνονταν με υψηλά επιτόκια δανεισμού και δεν μπορούσαν να έχουν πρόσβαση στην αναγκαία ρευστότητα.

Στους κλάδους Πληροφορικής και Τηλεπικοινωνιών των οποίων οι επιχειρήσεις είναι ανάπτυξης, τα συμπεράσματα των εμπειρικών ερευνών δεν είναι

σαφή. Στον κλάδο Πληροφορικής ο μέσος δείκτης Σύνολο Υποχρεώσεων / Ίδια Κεφάλαια διαχρονικά κινείται γύρω από τη μονάδα, με εξαίρεση το έτος 2004 όπου είναι μικρότερος της μονάδας, ενώ το 2009 παρουσιάζεται ο δείκτης υψηλός αλλά και η τυπική απόκλιση εμφανίζεται υψηλή. Ο κλάδος των Τηλεπικοινωνιών παρουσιάζει αρκετά υψηλό δείκτη ειδικότερα από το έτος 2005 και έπειτα.

Τέλος για τον κλάδο της Πληροφορικής ο συνολικός μέσος όρος της πρώτης τριετίας διαμορφώνεται στο 1,05 και για τη τριετία 2007-2009 είναι στο 1,77. Επίσης για τις Τηλεπικοινωνίες ο μέσος όρος είναι στο 1,77 για την πρώτη τριετία και 2,88 για τη δεύτερη τριετία. Για τους δύο κλάδους που αναμένεται να είχαν χαμηλό δανεισμό παρουσιάζουν αντίθετη εικόνα και ιδιαίτερα κατά τη δεύτερη τριετία. Ωστόσο πρέπει να σημειωθεί για τον κλάδο της πληροφορικής ότι επίδρασης διαμόρφωση του επιπέδου του δείκτη έχει και το γεγονός ότι κάποιες επιχειρήσεις εμφανίζουν αρνητικά ίδια κεφάλαια δηλώνοντας ότι πρόκειται για ένα προβληματικό τμήμα του κλάδου. Επιπρόσθετα, η φύση των εργασιών του κλάδου, όπου απαιτούνται επενδύσεις επέκτασης, εκσυγχρονισμού και ανανέωσης του εξοπλισμού, έχει συμβάλει στη διατήρηση της δανειακής επιβάρυνσης σε αυτά τα επίπεδα, με αποτέλεσμα ο κίνδυνος αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων να είναι ορατός για αρκετές επιχειρήσεις. Αντίστοιχα για τις Τηλεπικοινωνίες η διαχρονική αύξηση του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη ενισχύει το συμπέρασμα για αύξηση των δανειακών κεφαλαίων, ενώ, ταυτόχρονα, μειώνει το βαθμό ασφάλειας των πιστωτών και τονώνει την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων, η οποία ωστόσο επηρεάζεται αρνητικά από τις αυξομειώσεις των καθαρών κερδών.

#### 4.2.2. Δείκτης Σύνολο Υποχρεώσεων / Σύνολο Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης του Συνολικών Υποχρεώσεων προς το Σύνολο του Ενεργητικού<sup>43</sup> αποτελεί ένα μέτρο που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του χρηματοοικονομικού ρίσκου της επιχείρησης, καθορίζοντας πόσο από τα περιουσιακά στοιχεία έχουν χρηματοδοτηθεί από δανεισμό. Στο σύνολο των υποχρεώσεων περιλαμβάνονται οι βραχυπρόθεσμες και οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Είναι γενικότερα προτιμότερο ο δείκτης να κυμαίνεται στο 40% με 50% καθώς αν είναι υψηλότερο το ποσοστό, οι πιστωτές έχουν καταβάλλει περισσότερο από το μισό της συνολικής χρηματοδότησης. Επιπλέον αποτελεί ουσιαστικά μια παραλλαγή του δείκτη Συν. Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια.

$$\text{Αριθμοδ. Σύν.Δανειακής Επιβάρυνσης} = 100 \times \frac{\text{Σύν. Υποχρεώσεων}}{\text{Σύν. Ενεργητικού}}$$

Στον Πίνακα 2 εμφανίζονται ο μέσος όρος και η τυπική απόκλιση του δείκτη για τους τέσσερις κλάδους και για το χρονικό διάστημα 2004εως 2009, ενώ το Διάγραμμα 2 προκύπτει από τα στοιχεία του αντιστοίχου Πίνακα.

Με βάση τα παρακάτω δεδομένα, ο κλάδος των Κατασκευών παρουσιάζει υψηλό δείκτη διαχρονικά άνω του 50%, καταλήγοντας σε παρόμοια συμπεράσματα που προέκυψαν από τον δείκτη Υποχρεώσεις προς Ίδια κεφάλαια για τις επιχειρήσεις αξίας. Επιπροσθέτως για την τριετία 2004-06 συνολικά ο

<sup>43</sup> Peterson, Pamela Frank J. Fabozzi (1999). «Analysis of Financial Statements». New York: Wiley. σελ. 92-96

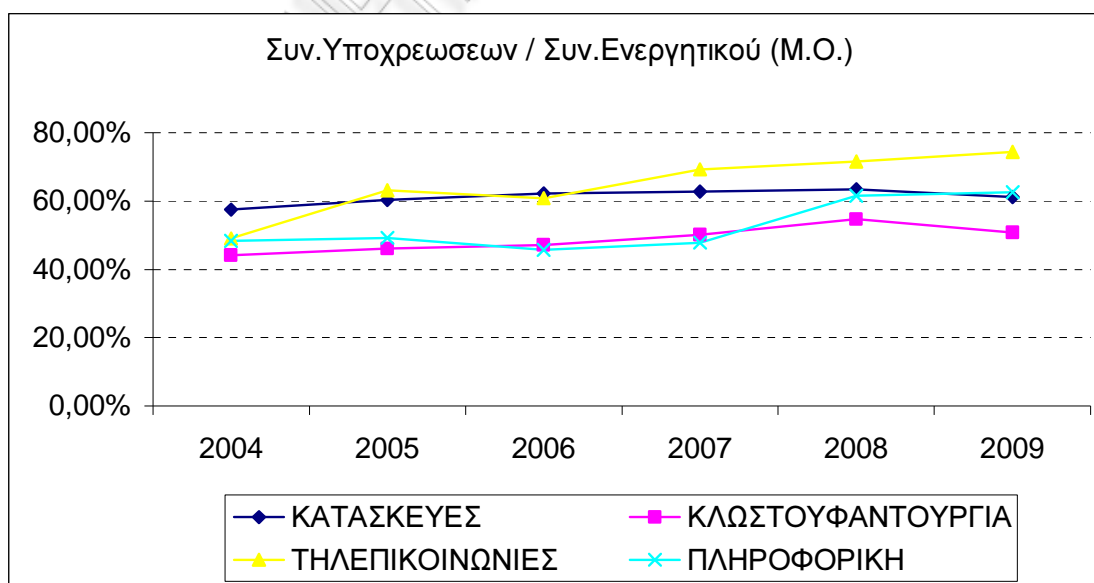
μέσος όρος του δείκτη διαμορφώνεται στο 59,94% και για την επόμενη τριετία στο 62,48% κάνοντας αισθητή την επιρροή της δημοσιονομικής κρίσης για τα τελευταία έτη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Συν.Υποχρεώσεων / Συν. Ενεργητικού ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ & ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ						
ΕΤΗ	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>ΚΛΑΔΟΣ</b>						
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	57,49%	60,30%	62,28%	62,72%	63,43%	61,19%
	14,32%	13,62%	14,83%	15,12%	13,12%	18,31%
ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	44,14%	46,15%	47,12%	50,10%	54,60%	50,79%
	13,91%	15,53%	15,77%	16,04%	22,64%	15,37%
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	49,04%	63,04%	60,77%	69,20%	71,59%	74,31%
	6,06%	5,14%	17,17%	10,80%	9,39%	6,46%
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	48,34%	49,19%	45,65%	47,91%	61,62%	62,68%
	27,17%	25,77%	19,81%	20,07%	29,35%	38,44%

Πηγή: ΧΑΑ & Capital.gr

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2



Για τον κλάδο της Πληροφορικής παρατηρείται ότι ο μέσος δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης κινείται σε επίπεδο μικρότερο του 50% επαληθεύοντας θα λέγαμε την θεωρητική και εμπειρική προσέγγιση σχετικά με τους χαμηλούς δείκτες δανειακής επιβάρυνσης για τις επιχειρήσεις ανάπτυξης. Ωστόσο εξαίρεση αποτελούν τα δυο τελευταία έτη όπου ο δείκτης ξερνάει το μισό. Επιπλέον για την πρώτη τριετία ο συνολικός μέσος όρος είναι στο 47,69% ενώ για την τριετία 2007-’09 αυξήθηκε στο 57,29%

Επιπλέον, για τον κλάδο της Κλωστοϋφαντουργίας, παρατηρείται ότι ο μέσος δείκτης κινείται σε χαμηλό επίπεδο με εξαίρεση τα τελευταία τρία έτη όπου ο δείκτης ξεπερνά ελάχιστα το 50%, μη παρουσιάζοντας μια σαφή εικόνα. Αντίστοιχα ο συνολικός μέσος όρος για την πρώτη τριετία είναι στο 45,81% και για την τελευταία τριετία ο συνολικός μέσος δείκτης διαμορφώθηκε στο 51,86% παρουσιάζοντας μια μικρή άνοδο.

Στον κλάδο των Τηλεπικοινωνιών εμφανίζεται υψηλός ο δείκτης διαχρονικά εκτός του έτους 2004 όπως διαπιστώθηκε και για τον δείκτη Υποχρεώσεις προς Ίδια κεφαλαία . Επίσης ο μέσος όρος του δείκτη για τη χρονική διάρκεια της πρώτης τριετίας είναι στο 57,93% ενώ για το επόμενο χρονικό διάστημα 2007-’09 είναι αρκετά υψηλό στο 71,98%.

#### 4.2.3 Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις / Σύνολο Ενεργητικού και

##### Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Ο βραχυπρόθεσμος δείκτης<sup>44</sup> του χρέους μιας επιχείρησης μπορεί να είναι ένα εξαιρετικό βαρόμετρο της υγείας μιας επιχείρησης, των δυνατοτήτων ανάπτυξης της και τη χρηματοοικονομική κατάσταση της. Ο βραχυπρόθεσμος δείκτης του χρέους μιας εταιρείας είναι ο λόγος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της προς τη λογιστική αξία των περιουσιακών της στοιχείων ή αλλιώς του ενεργητικού. Όσο πιο υψηλός ο βραχυπρόθεσμος δείκτης του χρέους μιας επιχείρησης είναι, τόσο πιο χαμηλή είναι η ρευστότητα της και η ικανότητα της να πληρώσει τα χρέη της.

Ο αριθμοδείκτης των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων<sup>45</sup> προς το σύνολο του ενεργητικού αποτελεί, μια ένδειξη του τι μέρος του συνόλου του ενεργητικού μιας επιχείρησης χρηματοδοτείται από το μακροπρόθεσμο χρέος. Ο δείκτης των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς το ενεργητικό εξηγεί ως ένα μέτρο το βαθμό στον οποίο μια εταιρεία χρησιμοποιεί μακροπρόθεσμο χρέος δηλαδή δείχνει τη μακροπρόθεσμη φερεγγυότητα της εταιρείας. Όσο πιο υψηλό είναι το επίπεδο των μακροπρόθεσμων χρεών, τόσο πιο σημαντικό καθίσταται για μια εταιρεία να έχει θετικά έσοδα και σταθερή ροή μετρητών. Οι επενδυτές συχνά θέλουν να υπολογίζουν το μακροπρόθεσμο χρέος προς το ενεργητικό ως ένα μέτρο της μόχλευσης της εταιρείας.

---

<sup>44</sup> Groppelli, Angelico A.; Ehsan Nikbakht (2000). Finance, 4th ed. Barron's Educational Series, Inc.σελ.440

<sup>45</sup> Groppelli, Angelico A.; Ehsan Nikbakht (2000). Finance, 4th ed. Barron's Educational Series, Inc..σελ.441

Επιπλέον με τις μετρήσεις των παραπάνω δεικτών θα ελέγξουμε για τις επιχειρήσεις των υπό μελέτη κλάδων κατά ποσό επιλέγουν μακροπρόθεσμο ή βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Παρακάτω δίνονται οι τύποι των δεικτών βραχυπρόθεσμης και μακροπρόθεσμης δανειακής επιβάρυνσης.

$$\text{Αριθμ. Βραχυπρόθεσμων Υποχρ. προς Ενεργητικό} = \frac{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρ.}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

$$\text{Αριθμ. Μακροπρόθεσμων Υποχρ. προς Ενεργητικό} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμες Υποχρ.}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Εμφανίζονται στους Πίνακες 3 και 4 ο μέσος όρος και η τυπική απόκλιση των δυο αριθμοδεικτών καθώς και τα αντίστοιχα διαγράμματα για τους υπό μελέτη κλάδους κατά τη διάρκεια 2004-2009.

Παρατηρείται σχετικά με την βραχυπρόθεσμη δανειακή επιβάρυνση ότι ο κλάδος των Κατασκευών εμφανίζει υψηλό βραχυπρόθεσμο δανεισμό σε σύγκριση με τους υπόλοιπους κλάδους χωρίς ωστόσο να ξεπερνά το 50%. Οι κλάδοι Πληροφορικής και Κλωστοϋφαντουργίας παρουσιάζουν χαμηλό βραχυπρόθεσμο δανεισμό ο οποίος κινείται μεταξύ 25% και 40%. Επίσης ο κλάδος των Τηλεπικοινωνιών παρουσιάζει εξίσου χαμηλό βραχυπρόθεσμο δανεισμό με εξαίρεση το έτος 2007.

Επιπλέον ο μέσος όρος για τα πρώτα τρία έτη συνολικά βρίσκεται στο 45,27% και για την τελευταία τριετία στο 44,56% για τον κλάδο των κατασκευών όπου διαπιστώνεται μια σταθερότητα στον βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Η

Κλωστοϋφαντουργία εμφανίζει για την πρώτη τριετία 30,11% και το επόμενο χρονικό διάστημα κινείται στο 33,52%. Αντίστοιχα η Πληροφορική εμφανίζει μέσο όρο συνολικά για τα πρώτα τρία έτη 38,26% και για τα επόμενα τρία έτη 36,50% μη εμφανίζοντας μεγάλη μείωση στο βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Τέλος ο κλάδος των Τηλεπικοινωνιών παρουσιάζει το μέσο όρο συνολικά για το διάστημα 2004-'06 στο 28,83% ενώ για την τελευταία τριετία αυξήθηκε σημαντικά στο 61,34 δείχνοντας την ανάγκη του κλάδου για επιπλέον βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

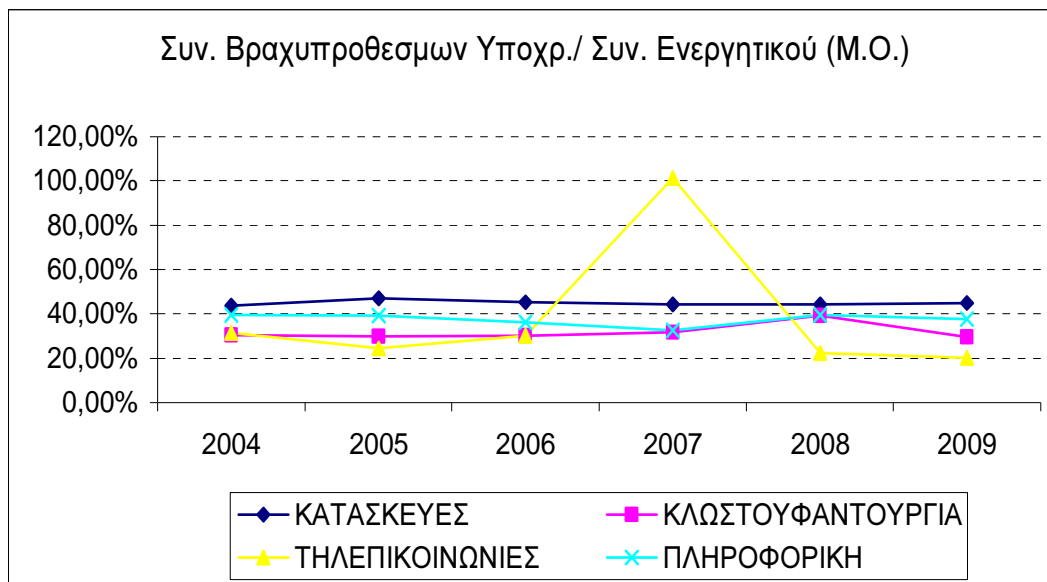
ΠΙΝΑΚΑΣ 3

<b>Συν.Βραχυπρόθεσμων Υποχρ./ Συν. Ενεργητικού</b>						
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ & ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ						
ΕΤΗ	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>ΚΛΑΔΟΣ</b>						
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	43,62%	47,10%	45,19%	44,45%	44,23%	45,05%
	12,84%	16,27%	16,52%	17,76%	14,42%	17,46%
ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	30,38%	29,79%	30,16%	31,77%	39,06%	29,43%
	7,98%	9,14%	9,47%	11,32%	21,68%	13,13%
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	31,31%	24,43%	30,27%	101,46%	22,36%	20,08%
	8,52%	3,25%	8,62%	117,06%	3,78%	0,11%
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	39,41%	39,30%	36,20%	32,58%	39,41%	37,57%
	26,90%	19,86%	15,81%	14,63%	20,42%	20,49%

Πηγή: XAA & Capital.gr



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3



Με βάση τα δεδομένα για τον μακροπρόθεσμο δανεισμό των κλάδων, παρουσιάζεται ότι οι επιχειρήσεις του κλάδου Τηλεπικοινωνιών χρηματοδοτούνται περισσότερο με μακροπρόθεσμο δανεισμό συγκριτικά με τους υπόλοιπους κλάδους με υψηλότερο ποσοστό το 54,24% το 2009. Ακολουθούν οι κλάδοι των Κατασκευών και της Κλωστοϋφαντουργίας με υψηλά ποσοστά μακροπρόθεσμης δανειακής επιβάρυνσης. Πιο συγκεκριμένα στις κατασκευαστικές επιχειρήσεις ο μακροπρόθεσμος δανεισμός κινείται σε αυξανόμενο ποσοστό διαχρονικά με υψηλή τιμή την 28,22% το 2008 και η Κλωστοϋφαντουργία με 21,35% το 2009. Σε αντίθεση, παρατηρείται στον κλάδο της Πληροφορικής η μακροπρόθεσμη δανειακή επιβάρυνση να κινείται σε χαμηλά επίπεδα για το χρονικό διάστημα 2004 έως 2006, ενώ κατά τα έτη 2007 έως 2009 παρατηρείται αύξηση, χωρίς ωστόσο να ξεπερνάει τα υψηλά επίπεδα των υπολοίπων κλάδων.

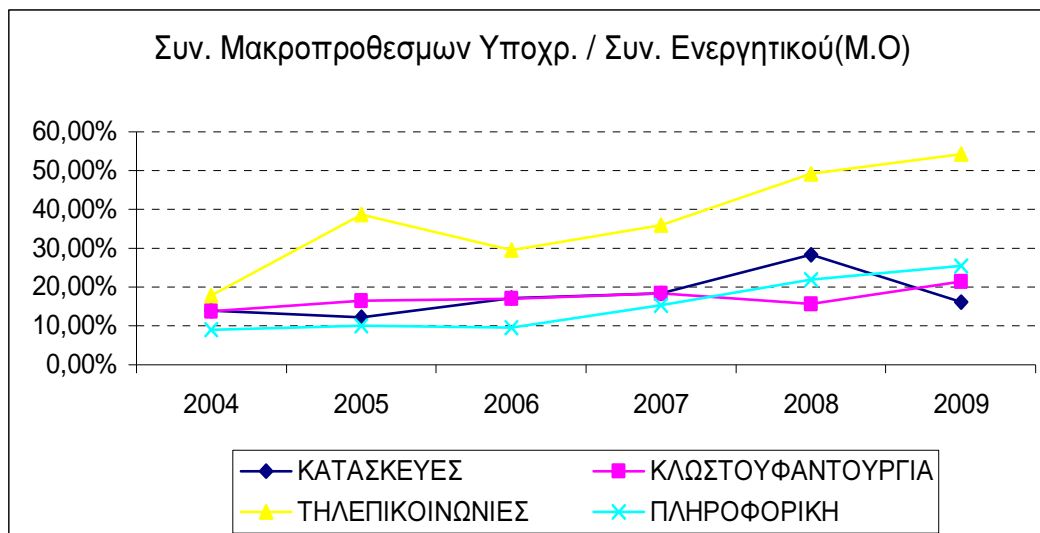
Επιπροσθέτως ο μέσος όρος για την πρώτη τριετία συνολικά του κλάδου Τηλεπικοινωνιών διαμορφώθηκε στο 28,68% για τα επόμενα τρία έτη ο μέσος δείκτης σχεδόν διπλασιάστηκε στο 43,77% υποδεικνύοντας ενδεχομένως εξασφάλιση ικανοποιητικότερων όρων μακροπρόθεσμου δανεισμού από κάποιες επιχειρήσεις του κλάδου. Αντίστοιχα και για τον κλάδο της Πληροφορικής ο μέσος δείκτης της πρώτης τριετίας βρίσκεται στο 9,47% ενώ για τα επόμενο χρονικό διάστημα διαμορφώθηκε ανοδικά στο 20,79% γεγονός που πιθανόν να οφείλεται από τη μετατροπή βραχυπρόθεσμου δανεισμού σε μακροπρόθεσμο από κάποιες επιχειρήσεις. Στον κλάδο των Κατασκευών ο μέσος δείκτης της πρώτης τριετίας είναι στο 14,34% και για την επόμενη τριετία βρίσκεται στο 20,85% παρουσιάζοντας μια μικρή αύξηση. Επίσης και στον κλάδο της Κλωστοϋφαντουργίας ο μέσος όρος του δείκτη για τα πρώτα τρία έτη διαμορφώθηκε στο 15,70% ενώ για την επόμενη τριετία είναι στο 18,33% εμφανίζοντας μικρότερες τιμές στον μακροπρόθεσμο δανεισμό σε σχέση με το βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 4

<b>Συν.Μακροπρόθεσμων Υποχρ./ Συν. Ενεργητικού</b>							
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ & ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ							
ΕΤΗ	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
<b>ΚΛΑΔΟΣ</b>							
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	13,88%	12,13%	17,18%	18,27%	28,22%	16,09%	
	10,42%	11,70%	10,11%	8,48%	34,41%	7,55%	
ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	13,76%	16,36%	16,97%	18,33%	15,54%	21,35%	
	9,16%	10,26%	11,06%	14,62%	11,32%	14,57%	
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	17,74%	38,61%	29,45%	35,85%	49,16%	54,24%	
	12,86%	5,62%	23,33%	19,50%	5,54%	6,34%	
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	9,00%	9,98%	9,43%	15,33%	21,87%	25,46%	
	9,70%	10,07%	9,69%	16,38%	18,90%	24,33%	

Πηγή: XAA & Capital.gr

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4



Κατά την θεωρητική προσέγγιση και τις εμπειρικές μελέτες, οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης όπως είναι οι επιχειρήσεις του κλάδου της Πληροφορικής, παρουσιάζουν συνήθως βραχυπρόθεσμη δανειακή επιβάρυνση. Με βάση τα δεδομένα, φαίνεται να επαληθεύονται οι εμπειρικές μελέτες, καθώς γίνεται αντιληπτό ότι ο κλάδος της Πληροφορικής και των Τηλεπικοινωνιών στο σύνολο του δανεισμού τους, χρηματοδοτούνται κατά βάση με βραχυπρόθεσμο δανεισμό ο οποίος είναι σχετικά χαμηλός. Θα πρέπει εξίσου να σημειωθεί ότι ο κλάδος των Τηλεπικοινωνιών εμφανίζει πιο υψηλό μακροπρόθεσμο δανεισμό σε σχέση με τον κλάδο της Πληροφορικής.

#### 4.2.4. Δείκτης Τιμή Μετοχής /Λογιστική Αξία

Ο δείκτης Τιμή Μετοχής /Λογιστική Αξία <sup>46</sup>, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, υπολογίστηκε ως κριτήριο των πιθανών επενδυτικών ευκαιριών των επιχειρήσεων, καθώς η τιμή της μετοχής αντιπροσωπεύει τις δυνατότητες ανάπτυξης σε σχέση με την λογιστική αξία δηλαδή τα άυλα περιουσιακά στοιχεία. Οι επιχειρήσεις ανάπτυξης λόγω των αρκετών επενδυτικών ευκαιριών που έχουν παρουσιάζουν υψηλό δείκτη Τιμή Μετοχής /Λογιστική Αξία, ενώ οι επιχειρήσεις αξίας εμφανίζουν χαμηλό δείκτη, εξαιτίας των περιορισμένων επενδυτικών ευκαιριών.

Εξετάστηκε συνεπώς ο μέσος όρος του δείκτη Τιμή Μετοχής /Λογιστική Αξία για τις επιχειρήσεις των τεσσάρων κλάδων για την χρονική διάρκεια 2004 έως 2009. Τα αποτελέσματα των δεδομένων καταγράφονται στον Πίνακα 5 από όπου επίσης προκύπτει και το Διάγραμμα 5.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

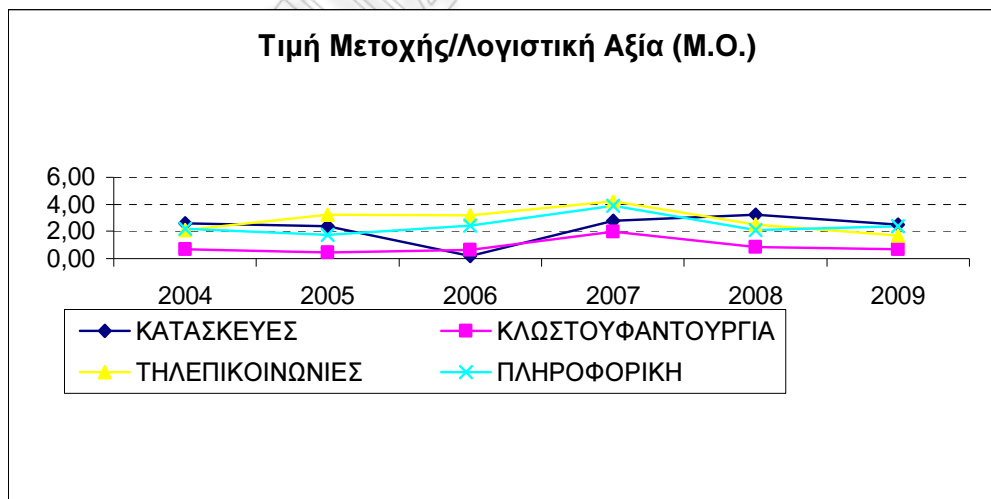
Τιμή Μετοχής /Λογιστική Αξία (P/BV)							
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ							
ΕΤΗ	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
<b>ΚΛΑΔΟΣ</b>							
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	2,60	2,38	0,20	2,78	3,22	2,49	
ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	0,65	0,45	0,64	1,98	0,84	0,66	
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	2,13	3,20	3,18	4,22	2,50	1,69	
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	2,18	1,73	2,41	3,88	2,11	2,39	

Πηγή: XAA & Capital.gr

<sup>46</sup> Groppelli, Angelico A.; Ehsan Nikbakht (2000). Finance, 4th ed. Barron's Educational Series, Inc..σελ.447

Παρατηρείται με βάση τα δεδομένα από τον Πίνακα 5 και το αντίστοιχο διάγραμμα ότι ο κλάδος των Τηλεπικοινωνιών παρουσιάζει υψηλό δείκτη Τιμή Μετοχής /Λογιστική Αξία για το χρονικό διάστημα 2005 έως 2007, ενώ στη συνέχεια κινείται σε μια πτωτική πορεία. Αντίστοιχα για τον κλάδο της πληροφορικής παρουσιάζεται εξίσου αύξηση στα έτη 2005 έως 2007 ωστόσο σε χαμηλότερο επίπεδο τιμών. Σύμφωνα με τα συγκεκριμένα δεδομένα, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι δεν προκύπτει σαφές συμπέρασμα σχετικά με το εάν οι επιχειρήσεις αξίας έχουν χαμηλό δείκτη Τιμή Μετοχής /Λογιστική Αξία και οι επιχειρήσεις ανάπτυξης υψηλό δείκτη, καθώς η οικονομική κρίση που ξεκίνησε να είναι εμφανής από το έτος 2008, προφανώς άσκησε επιρροή στις επενδυτικές ευκαιρίες των επιχειρήσεων.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5



Επίσης ο μέσος όρος για την πρώτη τριετία συνολικά του κλάδου Τηλεπικοινωνιών διαμορφώθηκε στο 2,87 και για τα επόμενα τρία έτη ο μέσος δείκτης σχηματίστηκε στο 3,16 εμφανίζοντας μια μικρή άνοδο. Αντίστοιχα και για τον κλάδο της Πληροφορικής ο μέσος δείκτης της πρώτης τριετίας βρίσκεται στο 2,11 ενώ για τα επόμενο χρονικό διάστημα διαμορφώθηκε ελαφρώς ανοδικά στο 2,80. Στον κλάδο των Κατασκευών ο μέσος δείκτης της πρώτης τριετίας είναι στο 2,61 και για την επόμενη τριετία βρίσκεται στο 2,50 παρουσιάζοντας μια μικρή μείωση. Ενώ στον κλάδο της Κλωστοϋφαντουργίας ο μέσος όρος του δείκτη για τα πρώτα τρία έτη διαμορφώθηκε ιδιαίτερα χαμηλά στο 0,58 και για την επόμενη τριετία είναι στο 1,17 εμφανίζοντας σχεδόν διπλάσια άνοδο αλλά όχι ιδιαίτερα σημαντική.

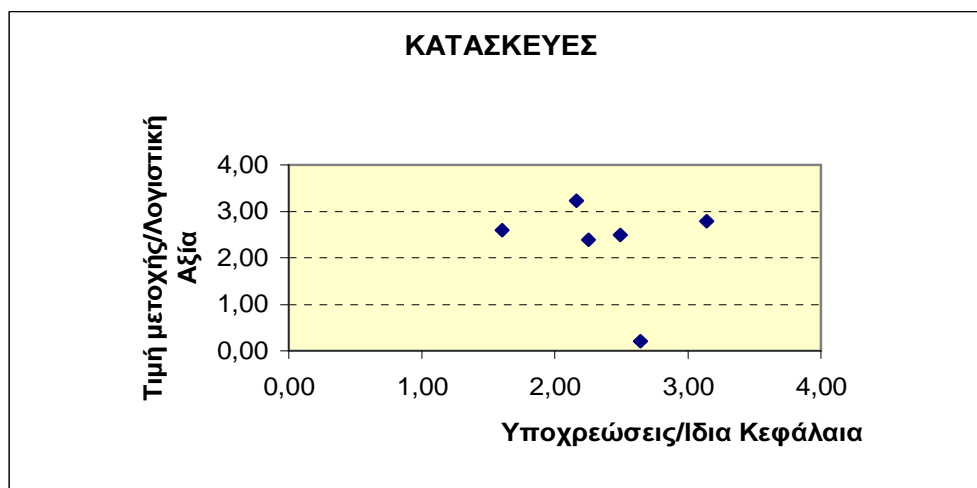
#### **4.2.5. Μόχλευση και Δείκτης Τιμή Μετοχής /Λογιστική Αξία**

Στο σημείο αυτό θα εξετασθεί κατά πόσο επαληθεύονται τα συμπεράσματα των προηγούμενων εμπειρικών μελετών όσον αφορά τη σχέση του δείκτη μόχλευσης με τον δείκτη Τιμή Μετοχής προς Λογιστική αξία. Παρουσιάζονται στα διαγράμματα 6 έως 9 ο δείκτης Τιμή Μετοχής /Λογιστική αξία και ο δείκτης Υποχρεώσεις/Ίδια Κεφάλαια για τον κάθε κλάδο.

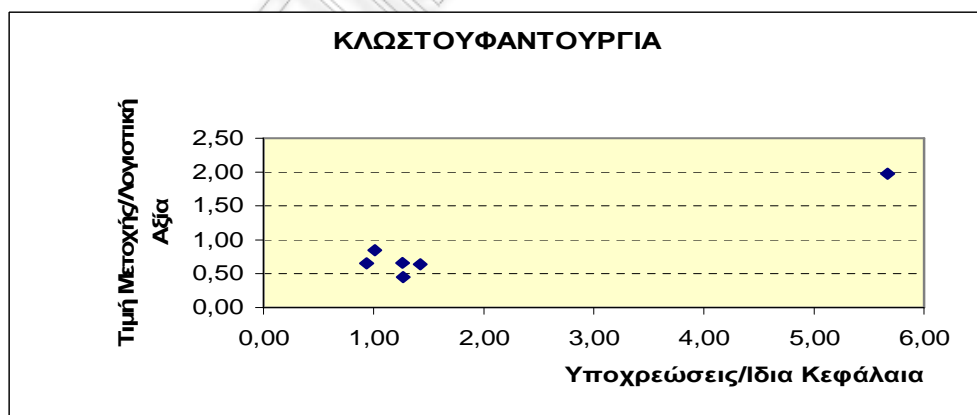
Στο Διάγραμμα 6 που απεικονίζει το κλάδο των Κατασκευών παρατηρείται ότι ο δείκτης μόχλευσης διαμορφώνεται σε υψηλά επίπεδα καθώς και ο δείκτης Τιμή μετοχής /Λογιστική Αξία εμφανίζεται υψηλός με εξαίρεση το έτος 2006 όπου διαμορφώθηκε σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα και συγκεκριμένα στο 0,20. Στην

περίπτωση αυτή θα μπορούσαμε να πούμε ότι δεν υπάρχει σαφής εικόνα για τις εταιρείες αξίας, μη επαληθεύοντας τις εμπειρικές προσεγγίσεις.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6



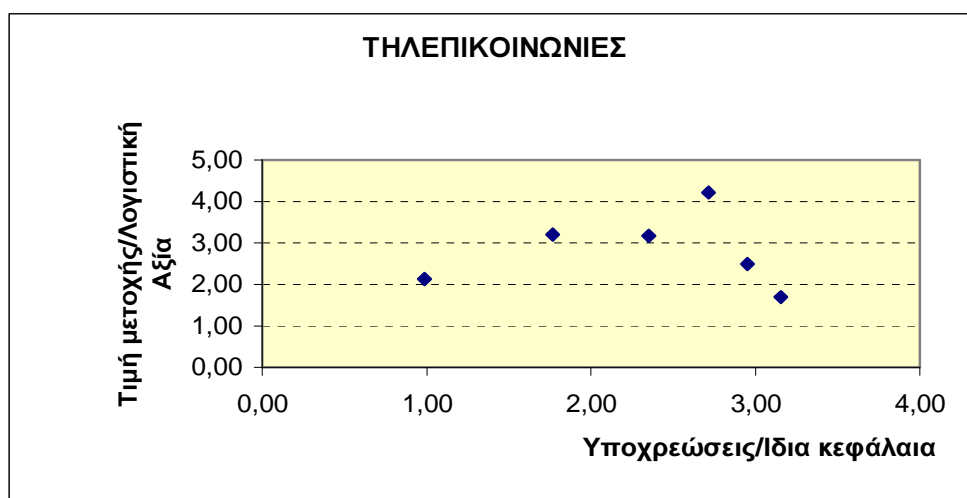
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7



Στον κλάδο της Κλωστοϋφαντουργίας, που αντιπροσωπεύει επίσης τις επιχειρήσεις αξίας αναμένεται η μόγλευση να είναι υψηλή και οι επενδυτικές ευκαιρίες περιορισμένες. Στο αντίστοιχο διάγραμμα 7, παρουσιάζεται ο δείκτης

μόγλευσης να κινείται σε υψηλά επίπεδα διαχρονικά ενώ ο δείκτης Τιμή μετοχής /Λογιστική Αξία να διαμορφώνεται σε χαμηλά επίπεδα. Παρέκκλιση αποτελεί το έτος 2007, όπου ο δείκτης Τιμή μετοχής /Λογιστική Αξία είναι υψηλός και η δανειακή επιβάρυνση να είναι εξίσου αρκετά υψηλή.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8



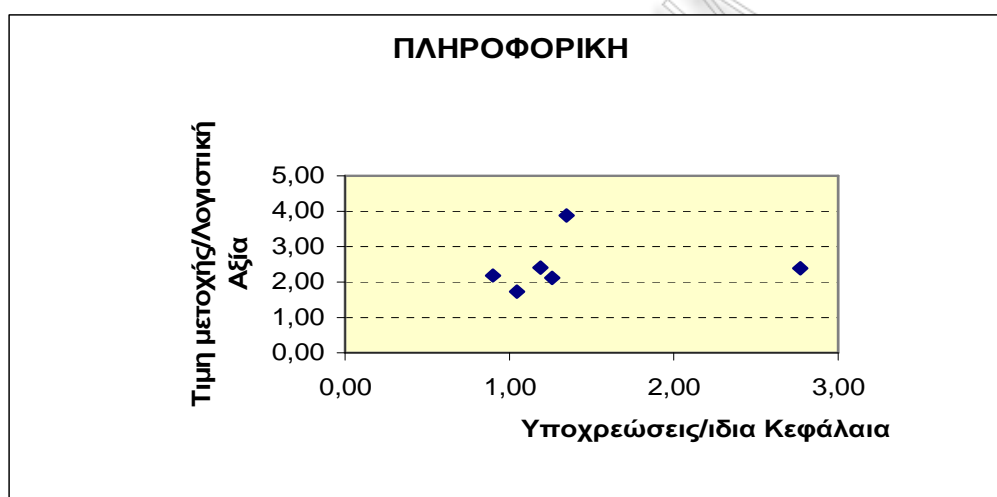
Στο διάγραμμα 8 που παρουσιάζει το κλάδο των Τηλεπικοινωνιών ο δείκτης της δανειακής επιβάρυνσης κινείται διαχρονικά σε αρκετά υψηλό επίπεδο. Παράλληλα, ο δείκτης Τιμή μετοχής /Λογιστική Αξία παρουσιάζεται υψηλός, γεγονός που αποτελεί ένδειξη των μεγάλων επενδυτικών ευκαιριών που έχει ο κλάδος. Ωστόσο ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών δεν φαίνεται να επιβεβαιώνει τα συμπεράσματα των εμπειρικών μελετών όσον αφορά τη σχέση μόγλευσης και του δείκτη Τιμή μετοχής /Λογιστική Αξία.

Η εικόνα του κλάδου της Πληροφορικής εμφανίζει υψηλά επίπεδα του δείκτη Τιμή μετοχής /Λογιστική Αξία, ενώ ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης



κινείται γύρω από τη μονάδα με εξαίρεση το έτος 2007 που εμφανίζεται πιο υψηλός. Κατά συνέπεια, θα μπορούσαμε να πούμε ότι ο κλάδος της Πληροφορικής δεν παρουσιάζει μια σαφή εικόνα για τις επιχειρήσεις ανάπτυξης, οι οποίες με βάση την θεωρητική και εμπειρική προσέγγιση συνήθως εμφανίζουν μεγάλες επενδυτικές ευκαιρίες και χαμηλή δανειακή επιβάρυνση.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9



#### 4.2.6. Μόγλευση και Πωλήσεις

Στην συγκεκριμένη ενότητα θα ελεγχθεί το μέγεθος των επιχειρήσεων και κατά πόσο επηρεάζει την κεφαλαιακή διάρθρωση. Πιο συγκεκριμένα για τους τέσσερεις υπό μελέτη κλάδους θα γίνει έλεγχος των πωλήσεων τεσσάρων επιχειρήσεων με τις μεγαλύτερες πωλήσεις καθώς και των τεσσάρων επιχειρήσεων με τις μικρότερες πωλήσεις ανά κλάδο, σε σχέση με τον μέσο όρο του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Τα δεδομένα των πωλήσεων και το δείκτη

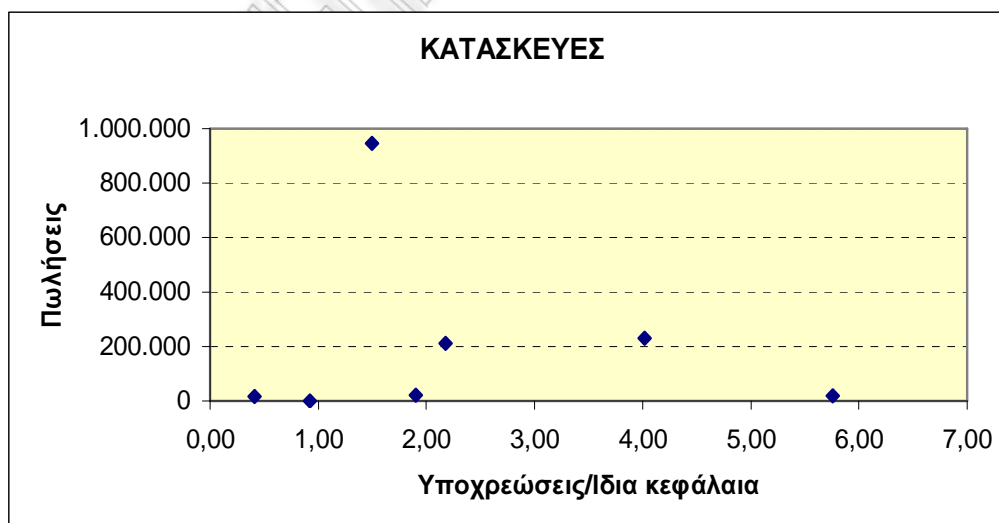
δανειακής επιβάρυνσης έχουν εξαχθεί από το έτος 2009, καταγράφονται στους Πίνακες 6 έως 8 και στα αντίστοιχα Διαγράμματα 11 έως 12.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 6

ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ		
ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΕΤΟΣ 2009	Υποχρεώσεις/ Ίδια Κεφάλαια
<b>4 μεγαλύτερες επιχ/σεις</b>		
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ		1,50
J. & P. - ΑΒΑΞ		4,02
ΑΘΗΝΑ		2,18
ΙΝΤΡΑΚΑΤ		1,90
<b>4 μικρότερες επιχ/σεις</b>		
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ ΑΦΟΙ		5,76
ΕΚΤΕΡ		0,41
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ		0,92
ΑΕΓΕΚ		0,40
<b>Μέσος όρος κλάδου</b>		<b>2,49</b>

Πηγή: ΧΑΑ & Capital.gr

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10



Στην περίπτωση του κλάδου των Κατασκευών, παρατηρούμε από τον Πίνακα 6 και το Διάγραμμα 10 ότι για τις επιχειρήσεις που έχουν μικρότερες πωλήσεις παρουσιάζουν αρκετά χαμηλότερο δείκτη Υποχρεώσεις προς Ίδια κεφάλαια από τον μέσο όρο του κλάδου, ο οποίος είναι στο 2,49. Ωστόσο παρρεκλίνει η επιχείρηση Μεσοχωρίτη Αφοί η οποία παρουσιάζει μεγαλύτερη δανειακή επιβάρυνση από τον μέσο όρο, συγκεκριμένα 5,76 παρόλο που ανήκει στις μικρότερες επιχειρήσεις. Επιπλέον για τις τέσσερις μεγαλύτερες επιχειρήσεις του κλάδου, παρουσιάζεται ότι οι τρεις από αυτές έχουν μικρότερη από το μέσο όρο δανειακή επιβάρυνση ενώ η εταιρεία J. & P. – Αβαξ παρρεκλίνει έχοντας υψηλό δείκτη Υποχρεώσεις προς Ίδια κεφάλαια στο 4,02.

Συνεπώς για τον κλάδο των Κατασκευών με βάση τις παραπάνω παρατηρήσεις δεν φαίνεται εφικτό να προκύπτει ένα σαφές συμπέρασμα για την σχέση των πωλήσεων με την δανειακή επιβάρυνση καθώς οι περισσότερες επιχειρήσεις που εξεταστήκαν, μικρές και μεγάλες, παρουσιάζουν χαμηλότερη από το μέσο όρο δανειακή επιβάρυνση.

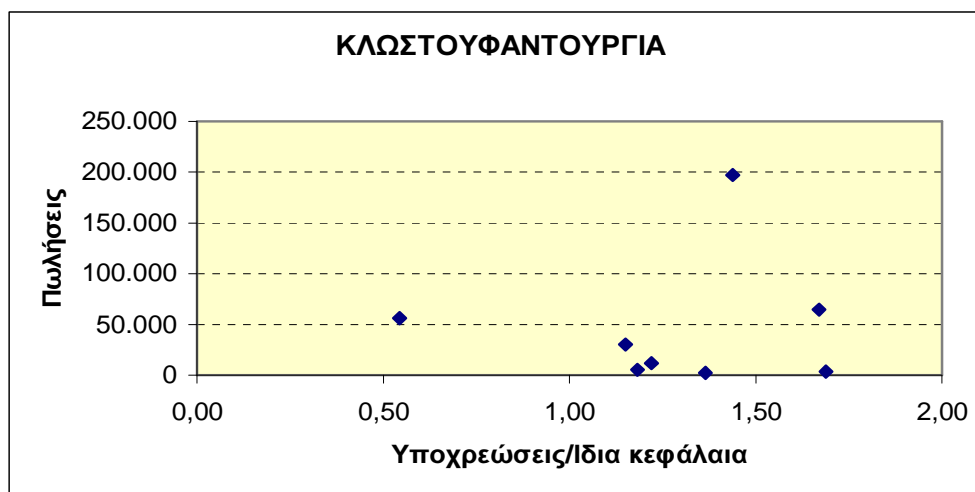
## ΠΙΝΑΚΑΣ 7

### ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΕΤΟΣ 2009	
	Υποχρεώσεις/ Ίδια Κεφάλαια	ΠΩΛΗΣΕΙΣ (σε χιλιάδες €)
<b>4 μεγαλύτερες επιχ/σεις</b>		
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	1,44	197.249
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	1,67	64.324
ΚΑΡΑΤΖΗ	0,54	56.382
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	1,15	29.996
<b>4 μικρότερες επιχ/σεις</b>		
ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	1,22	11.807
ΤΕΞΑΠΡΕΤ	1,18	5.594
ΕΛΦΙΚΟ	1,69	3.611
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	1,36	2.409
<b>Μέσος όρος κλάδου</b>	<b>1,26</b>	

Πηγή: XAA & Capital.gr

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11



Στον κλάδο της Κλωστοϋφαντουργίας, με βάση τον Πίνακα 7 και το αντίστοιχο Διάγραμμα 11 παρατηρείται ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις παρουσιάζουν εξίσου υψηλό δείκτη Υποχρεώσεις προς Ίδια κεφάλαια αλλά και χαμηλό δείκτη σε σχέση με τον μέσο όρο του κλάδου. Πιο συγκεκριμένα οι δυο μεγαλύτερες επιχειρήσεις Πλαστικά Θράκης και Ελληνική Υφαντουργία βρίσκονται στο 1,44 και 1,67 αντίστοιχα ενώ μέσος όρος είναι στο 1,26. Επίσης για τις μικρότερες επιχειρήσεις παρατηρείται πάλι το ίδιο φαινόμενο με τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις να εμφανίζουν υψηλή δανειακή επιβάρυνση αλλά και χαμηλή σε σχέση με τον μέσο όρο του κλάδου.

Είναι γεγονός σύμφωνα με τα δεδομένα του κλάδου ότι δεν μπορεί να σχηματιστεί ένα ξεκάθαρο αποτέλεσμα για τη συσχέτιση των πωλήσεων με τον δανεισμό των επιχειρήσεων. Πιθανόν οι πωλήσεις ως μέτρο για το μέγεθος των επιχειρήσεων να μην επηρεάζουν την δανειακή επιβάρυνση και την κεφαλαιακή διάρθρωση του συγκεκριμένου κλάδου.

Για τον κλάδο της Πληροφορικής σύμφωνα με τα δεδομένα από τον Πίνακα 8 και το Διάγραμμα 12<sup>47</sup> παρουσιάζεται ότι οι επιχειρήσεις με τις μικρότερες πωλήσεις εμφανίζουν και χαμηλότερη δανειακή επιβάρυνση με εξαίρεση ωστόσο την επιχείρηση Compucon που βρίσκεται στο 3,76 ενώ ο μέσος όρος του κλάδου είναι στο 2,77. Στις μεγαλύτερες επιχειρήσεις παρατηρείται ότι η δανειακή επιβάρυνση είναι μικρότερη του μέσο όρου ωστόσο ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η εταιρεία Hellas on Line που ο δείκτης μόχλευσης βρίσκεται στο 21 πολύ υψηλότερα από το μέσο όρο. Αυτό είναι δυνατόν να ερμηνευθεί στο ότι η εταιρεία Hellas on Line παρουσίασε ζημιές το συγκεκριμένο έτος και πιθανόν να είναι αντιμέτωπη με οικονομικά ζητήματα. Αυτό το γεγονός είναι δυνατόν να σχετιστεί με τον παράγοντα των χρηματοοικονομικών δυσκολιών.

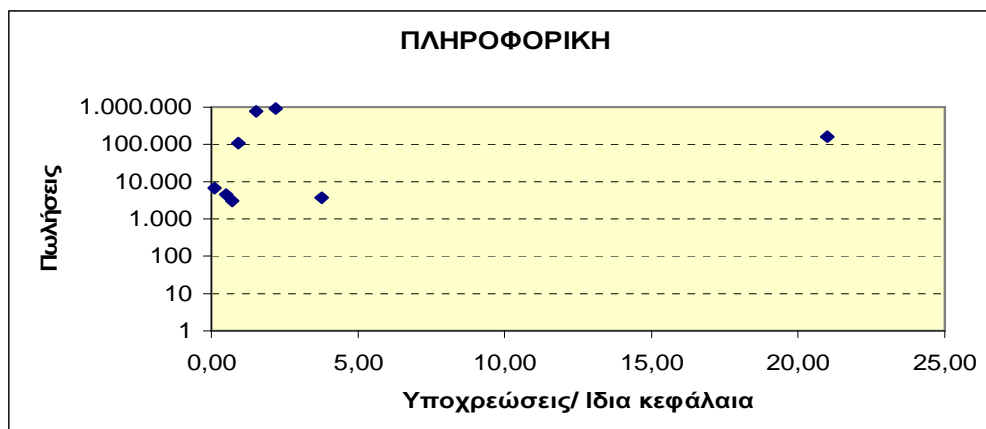
#### ΠΙΝΑΚΑΣ 8

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	
	ΕΤΟΣ 2009	Υποχρεώσεις/ Ίδια Κεφάλαια
<b>4 μεγαλύτερες επιχ/σεις</b>		
INTRALOT	2,19	903.553
CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ	1,53	758.563
HELLAS ONLINE	21,00	160.142
INFORM ΛΥΚΟΣ Π.	0,92	106.491
<b>4 μικρότερες επιχ/σεις</b>		
INFORMER	0,11	6.758
ΙΛΥΔΑ	0,51	4.509
COMPUCON	3,76	3.649
LOGISMOS	0,72	3.023
<b>Μέσος όρος κλάδου</b>	<b>2,77</b>	

Πηγή: XAA & Capital.gr

#### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12

<sup>47</sup> Οι τιμές για το δείκτη των Πωλήσεων στον κάθετο άξονα Y παρουσιάζονται σε λογαριθμική κλίμακα για την σαφή απεικόνιση της σχέσης των Πωλήσεων με τις Υποχρεώσεις προς Ίδια κεφάλαια



Κατά συνέπεια στον κλάδο της πληροφορικής δεν φαίνεται δυνατό να συναχθεί με βάση τα παραπάνω δεδομένα ένα ασφαλές συμπέρασμα για τη συσχέτιση της δανειακής επιβάρυνσης με τις πωλήσεις, καθώς η πλειονότητα των επιχειρήσεων μικρές και μεγάλες παρουσιάζουν δανεισμό χαμηλότερο του μέσου όρου.

Τέλος για τον κλάδο των Τηλεπικοινωνιών δεν ήταν δυνατή η συσχέτιση των πωλήσεων με την δανειακή επιβάρυνση καθώς τα δεδομένα του κλάδου δεν ήταν επαρκή για την εξαγωγή συμπερασμάτων.

#### 4.2.7. Μόγλευση και Κερδοφορία

Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενη ενότητα τα εταιρικά στελέχη έχουν συχνά καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με την αξία των επιχειρήσεων τους. Η κερδοφορία ως ένα μέσο πληροφόρησης αλλά και ως παράγοντας της κεφαλαιακής διάρθρωσης έχει αμφιλεγόμενη επίδραση στην μόγλευση. Σύμφωνα με την θεωρητική προσέγγιση οι υποτιμημένες επιχειρήσεις (ή high quality)

παρουσιάζουν αυξανόμενα κέρδη ενώ οι υπερτιμημένες επιχειρήσεις (ή low quality) εμφανίζουν φθίνουσα κερδοφορία.

Στην εμπειρική μελέτη τους οι M.J. Barclay, C.W. Smith (2005) κατέληξαν σε μια αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στην κερδοφορία και την δανειακή επιβάρυνση, ενώ οι M. Frank, V. Goyal (2003) εμφάνισαν μια σχέση με θετικό πρόσημο.

Παρακάτω καταγράφονται επιχειρήσεις με αυξανόμενα και με μειούμενα κέρδη από τους τέσσερις κλάδους. Για την ακρίβεια έγινε επιλογή από κάθε κλάδο μιας επιχείρησης που αυξάνονται τα κέρδη της και μιας επιχείρησης που μειώνονται τα κέρδη της ή εμφανίζει και ζημιές. Θα προχωρήσουμε σε μια σύγκριση του δείκτη Υποχρεώσεις προς Ίδια κεφάλαια με τα λειτουργικά κέρδη των επιχειρήσεων που αποτελούν τα προ φόρων και χρηματοοικονομικών εξόδων. Συνεπώς θα ελέγξουμε αν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των κερδών και της μόχλευσης. Στον Πίνακα 9 εμφανίζονται ο δείκτης Υποχρεώσεις προς Ίδια κεφάλαια καθώς και τα λειτουργικά κέρδη για τις τέσσερις επιχειρήσεις με ανοδικά κέρδη και τις τέσσερις επιχειρήσεις με φθίνοντα κέρδη, δεδομένα τα οποία παρουσιάζονται αντίστοιχα στα Διαγράμματα 13 έως 16.

Σύμφωνα με τον πίνακα 9 για τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν ανοδικά κέρδη παρουσιάζεται ο δείκτης Υποχρεώσεις προς Ίδια κεφάλαια να ξεπερνάει την μονάδα και σε κάποιες επιχειρήσεις να είναι αρκετά υψηλός ιδιαίτερα κατά την τελευταία τριετία. Ιδιαίτερα η επιχείρηση Οτε εμφανίζει τα υψηλότερα κέρδη σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες αλλά και τον υψηλότερο δανεισμό. Ωστόσο εξαίρεση αποτελεί η επιχείρηση Καρατζή που ανήκει στον κλάδο της Κλωστοϋφαντουργίας όπου ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης εμφανίζει μικρές

τιμές και τα κέρδη της είναι αντίστοιχα περιορισμένα σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις.

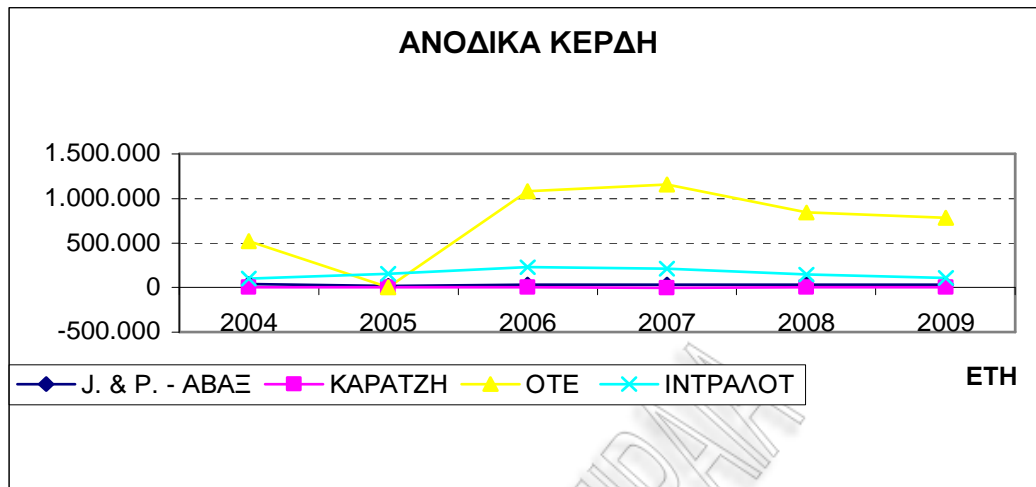
**ΠΙΝΑΚΑΣ 9**

Κέρδη Λειτουργικά & Υποχρεώσεις προς Ίδια Κεφάλαια						
ΕΤΗ	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ</b>						
<i>Με ανοδικά κέρδη</i>						
J. & P. - ΑΒΑΞ	39.375 <i>1,56</i>	20.316 <i>1,53</i>	28.169 <i>1,82</i>	33.828 <i>2,82</i>	28.261 <i>4,06</i>	34.884 <i>4,02</i>
ΚΑΡΑΤΖΗ	2.384 <i>0,45</i>	2.440 <i>0,51</i>	60 <i>0,60</i>	-4.256 <i>0,93</i>	839 <i>0,73</i>	3.685 <i>0,54</i>
ΟΤΕ	516.800 <i>1,15</i>	3.300 <i>1,45</i>	1.083.800 <i>1,57</i>	1.154.800 <i>2,83</i>	844.000 <i>4,26</i>	780.700 <i>4,20</i>
ΙΝΤΡΑΛΟΤ	99.189 <i>1,08</i>	150.491 <i>1,11</i>	223.638 <i>1,73</i>	208.505 <i>1,32</i>	145.502 <i>2,03</i>	104.450 <i>2,19</i>
<i>Με μειούμενα κέρδη</i>						
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	20.918 <i>0,58</i>	26.668 <i>0,72</i>	33.842 <i>0,77</i>	71.616 <i>0,88</i>	45.288 <i>1,33</i>	-64.135 <i>1,78</i>
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	5.344 <i>1,06</i>	7.336 <i>0,95</i>	210 <i>0,85</i>	-8.548 <i>1,08</i>	-11.664 <i>1,31</i>	-14.962 <i>1,67</i>
FORTHNET	1.173 <i>1,13</i>	321,30 <i>1,48</i>	-19.380 <i>0,58</i>	-40.443 <i>1,16</i>	-54.573 <i>1,65</i>	-40.520 <i>2,11</i>
HELLAS ON LINE	-266 <i>0,15</i>	949 <i>0,18</i>	754 <i>0,15</i>	278 <i>0,13</i>	-39.879 <i>*</i>	-47.328 <i>21,00</i>

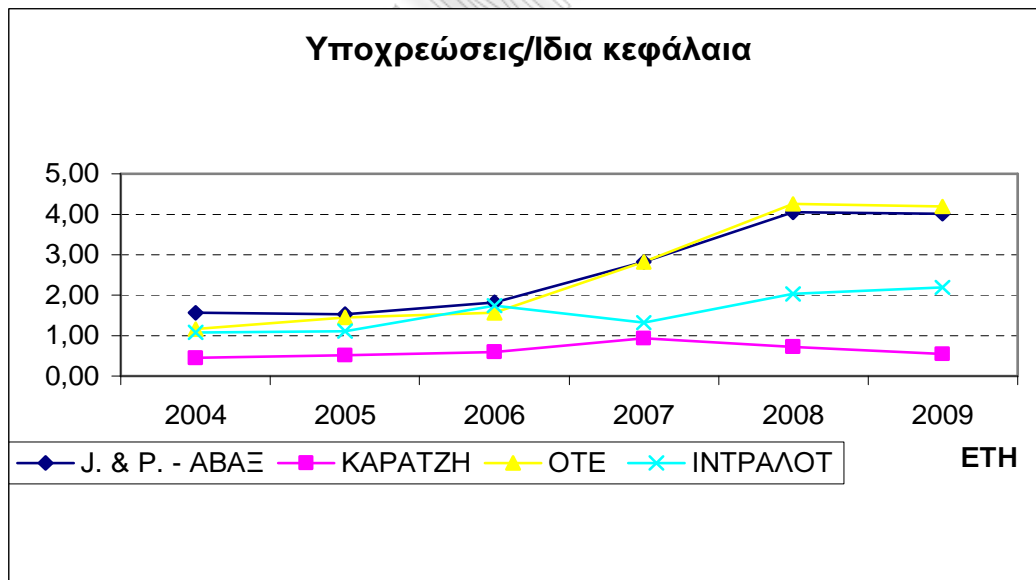
Πηγή: ΧΑΑ & Capital.gr



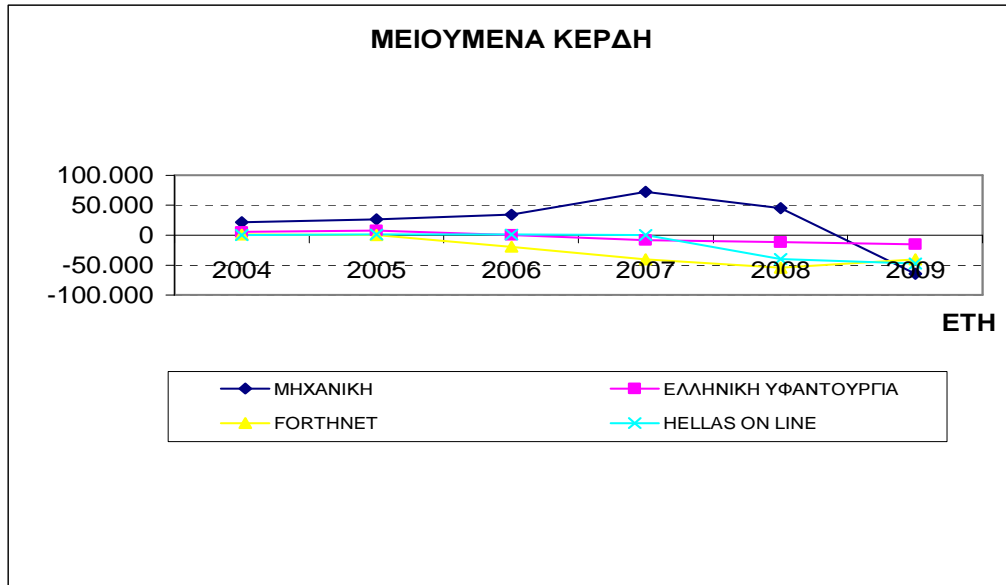
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 13



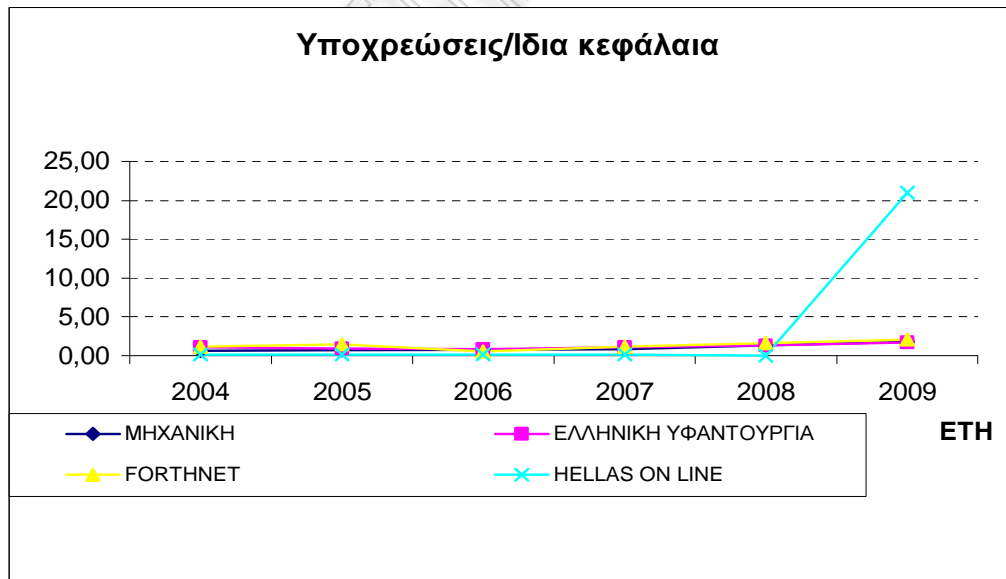
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 14



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 15



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 16



Για τις επιχειρήσεις με φθίνοντα κέρδη και ζημίες παρατηρείται ότι η δανειακή επιβάρυνση κινείται σε χαμηλά επίπεδα. Παρ'όλα αυτά η επιχείρηση Hellas on Line που παρουσίαζε το χαμηλότερο δανεισμό (το έτος 2008 δεν ήταν δυνατόν να υπολογισθεί η μόχλευση λόγω των αρνητικών Ιδίων Κεφαλαίων) για το έτος 2009 παρουσίασε ιδιαίτερα υψηλή δανειακή επιβάρυνση στο 21. Επιπλέον η επιχείρηση Forthnet εμφανίζει αρκετά υψηλή ζημία συγκριτικά με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις αλλά και υψηλό δανεισμό. Τέλος την τελευταία διετία παρατηρείται ότι η δανειακή επιβάρυνση ξεπερνάει την μονάδα.

Συμπερασματικά, παρατηρείται ότι για τη σχέση της δανειακής επιβάρυνσης με τα λειτουργικά κέρδη, οι επικερδείς επιχειρήσεις παρουσιάζουν υψηλή δανειακή επιβάρυνση και οι μη επικερδείς επιχειρήσεις εμφανίζουν μια τάση στον υψηλό δανεισμό. Συνεπώς θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι δεν διαπιστώνεται μια θετική συσχέτιση ανάμεσα στη μόχλευση και την κερδοφορία των επιχειρήσεων, σχηματίζοντας μια διαφορετική εικόνα για τους συγκεκριμένους κλάδους.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### 5. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

#### 5.1. Συμπεράσματα

Η βιβλιογραφία γύρω από την εταιρική χρηματοδότηση περιέχει μια σειρά από μελέτες και έρευνες που εξετάζουν την φύση και τους καθοριστικούς παράγοντες, της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων. Καθώς η μεγιστοποίηση της εταιρικής αξίας αποτελεί τον κύριο στόχο, είναι σημαντικό να προσδιοριστούν οι παράγοντες που επιδρούν στην κεφαλαιακή διάρθρωση. Συνεπώς έχουν εκφραστεί διάφορες θεωρητικές προσεγγίσεις για το θέμα αυτό, οι οποίες ωστόσο είναι αντικρουόμενες μη καταλήγοντας επιτυχώς σε ένα σαφές και κοινά αποδεκτό συμπέρασμα. Προκειμένου να καταλήξουμε σε κάποιες από τις θεωρίες της διάρθρωσης κεφαλαίου είναι αναγκαίο να εφαρμοστεί εμπειρική μελέτη.

Στα πλαίσια της συγκεκριμένης μελέτης γίνεται μια απόπειρα προσέγγισης του θέματος, δίνοντας μια ιδιαίτερη σημασία στους παράγοντες που επιδρούν στην κεφαλαιακή διάρθρωση συγκεκριμένων κλάδων της ελληνικής αγοράς και έχοντας ως βάση την ήδη υπάρχουσα θεωρία και τις εμπειρικές μελέτες που έχουν γίνει σε χώρες του εξωτερικού.

Συνεπώς έγινε επιλογή τεσσάρων κλάδων ελληνικών επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χ.Α.Α. και πιο συγκεκριμένα οι κλάδοι Κατασκευών, Κλωστοϋφαντουργίας, Πληροφορικής και Τηλεπικοινωνιών. Υπολογίστηκαν για τους κλάδους αυτούς στο χρονικό διάστημα 2004 έως 2009 αριθμοδείκτες που να αντικατοπτρίζουν τους παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Ειδικότερα

εξετάστηκαν οι παράγοντες της διάρκειας δανεισμού των επιχειρήσεων, των επενδυτικών ευκαιριών, του μεγέθους των επιχειρήσεων, του κόστους πληροφόρησης και της κερδοφορίας και τέλος του κόστους χρεοκοπίας επιχειρήσεων.

Τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την συγκεκριμένη μελέτη δεν παρουσίασαν μια σαφή εικόνα σε σχέση με τη χρηματοδοτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων, το βαθμό δανεισμού τους και πώς επηρεάζονται οι αποφάσεις τους για την διάρθρωση του κεφαλαίου τους.

Ειδικότερα, η διάρκεια δανεισμού εξετάστηκε μέσω υπολογισμού του βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου δανεισμού. Παρατηρήθηκε ότι οι κλάδοι των Τηλεπικοινωνιών και Πληροφορικής, που αποτελούν επιχειρήσεις ανάπτυξης, εμφανίζουν μεγαλύτερο ποσοστό βραχυπρόθεσμου δανεισμού σε σχέση με το μακροπρόθεσμο. Επιπλέον οι προαναφερόμενοι κλάδοι παρουσίασαν μια τάση αύξησης του μακροπρόθεσμου δανεισμού τους επαληθεύοντας τις εμπειρικές μελέτες σε χώρες εξωτερικού.

Για τον παράγοντα των επενδυτικών ευκαιριών, ο οποίος εκτιμήθηκε μέσω του υπολογισμού του δείκτη Τιμή μετοχής / Λογιστική Αξία τα συμπεράσματα από τη παρούσα μελέτη δεν συμπίπτουν απόλυτα με τις εμπειρικές μελέτες του εξωτερικού, τουλάχιστον για όλους τους υπό μελέτη κλάδους. Ενώ ήταν αναμενόμενο οι επιχειρήσεις ανάπτυξης να εμφανίζουν χαμηλή μόχλευση και υψηλές επενδυτικές ευκαιρίες, παρουσίασαν ιδιαίτερα υψηλή μόχλευση και κάποιον περιορισμό στις επενδυτικές τους δυνατότητες ιδιαίτερα στα έτη 2008-2009 κάνοντας εμφανή ίσως την επιρροή της οικονομικής κρίσης. Από τις επιχειρήσεις αξίας θα μπορούσαμε να πούμε ότι ο κλάδος της

κλωστοϋφαντουργίας επιβεβαιώνει προηγούμενες εμπειρικές μελέτες εμφανίζοντας υψηλό δανεισμό και λίγες επενδυτικές ευκαιρίες.

Τα κόστη χρεοκοπίας προσδιορίστηκαν μέσω του διαχωρισμού των επιχειρήσεων σε αξίας και ανάπτυξης καθώς ο υπολογισμός του παρουσιάζεται περίπλοκος. Οι κλάδοι των επιχειρήσεων ανάπτυξης που εξετάστηκαν είναι οι κλάδοι Τηλεπικοινωνιών και Πληροφορικής ενώ αντίστοιχα ως επιχειρήσεις αξίας εξετάστηκαν οι κλάδοι Κατασκευών και Κλωστοϋφαντουργίας. Οι κλάδοι Κατασκευών και Κλωστοϋφαντουργίας θα μπορούσαμε να πούμε ότι αποτελούν πρότυπο επιχειρήσεων αξίας καθώς εμφάνισαν υψηλούς δείκτες μόχλευσης διαχρονικά, ωστόσο οι κλάδοι Τηλεπικοινωνιών και Πληροφορικής ενώ ήταν αναμενόμενο να εμφανίζουν χαμηλή δανειακή επιβάρυνση παρουσίασαν σχετικά υψηλό δανεισμό ιδιαίτερα την τελευταία τριετία, γεγονός που πιθανόν να οφείλεται στην οικονομική κρίση που ξεκίνησε να αντιμετωπίζει η χώρα.

Το μέγεθος των επιχειρήσεων το οποίο προσδιορίστηκε μέσω των πωλήσεων εμφανίζει διφορούμενη επίδραση στην δανειακή επιβάρυνση σύμφωνα με τις εμπειρικές μελέτες σε χώρες του εξωτερικού. Έτσι και στην παρούσα μελέτη τα συμπεράσματα δεν παρουσιάζονται τόσο σαφή για τους κλάδους των ελληνικών επιχειρήσεων καθώς δεν εξάγεται κάποια ισχυρή σχέση μεταξύ των πωλήσεων με τη μόχλευση.

Τα κόστη πληροφόρησης και η κερδοφορία εκτιμήθηκαν με βάση τα λειτουργικά κέρδη ή ζημίες των επιχειρήσεων και τη σχέση τους με την δανειακή επιβάρυνση. Παρατηρήθηκε ότι οι κερδοφόρες ελληνικές επιχειρήσεις παρουσίασαν υψηλό δανεισμό ενώ οι μη επικερδείς επιχειρήσεις εμφάνισαν μια τάση στον υψηλό δανεισμό και ιδιαίτερα τη τελευταία διετία, μη επιβεβαιώνοντας

μια θετική σχέση κερδοφορίας και μόχλευσης, όπως σε εμπειρική μελέτη του εξωτερικού.

Τέλος οι μέσοι όροι ανά τριετία για τους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης και του βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου δανεισμού έδειξαν ότι κατά τη δεύτερη τριετία παρουσιάστηκε αύξηση του δανεισμού των επιχειρήσεων όλων των κλάδων εμφανίζοντας με αυτό τον τρόπο την επιρροή που έχει η εμφάνιση της οικονομικής κρίσης στις εγχώριες επιχειρήσεις. Αλλά και οι μέσοι όροι των τριετιών για το δείκτη επενδυτικών ευκαιριών εμφάνισαν μια ιδιαίτερα περιορισμένη άνοδο.

Σύμφωνα με όλα τα παραπάνω παρατηρείται ότι δεν είναι τόσο εφικτό να καταλήξει κάποιος σε σαφή συμπεράσματα όσον αφορά τον τρόπο που επιλεγούν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση οι επιχειρήσεις καθώς και το πώς επιδρούν οι παράγοντες στην διαμόρφωση της. Το πλήθος των θεωρητικών και εμπειρικών προσεγγίσεων των μελετητών πάνω στο ζήτημα της διάρθρωσης κεφαλαίου καθώς και τα διαφορετικά αποτελέσματα που προκύπτουν φανερώνουν αναμφισβήτητα ότι χρίζει περαιτέρω διερεύνησης.

## **5.2 Περιορισμοί κατά τη διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής**

Ο τρόπος με τον οποίο οι επιχειρήσεις παίρνουν αποφάσεις για τη διάρθρωση των κεφαλαίων τους αποτελεί ένα πεδίο της εταιρικής χρηματοδότησης που έχει ερευνηθεί εκτενώς. Από την δημιουργική εργασία των Modigliani & Miller (1958) μια πλούσια θεωρητική βιβλιογραφία έχει καταγράψει διαφορετικά μοντέλα διάρθρωσης των κεφαλαίων. Πολλές από τις θεωρίες έχουν επίσης

εμπειρικά ελεγχθεί αλλά χωρίς να παρουσιάζεται μια γενική συναίνεση σχετικά με το μοντέλο που οι επιχειρήσεις επιλέγουν τη διάρθρωση του κεφαλαίου τους. Συνεπώς με τα διαφορετικά μοντέλα δεν καθίσταται εφικτό να προσδιοριστεί με ακρίβεια η κεφαλαιακή διάρθρωση και παρουσιάζεται η δυσκολία κάθε ερευνητή να εξάγει σαφή συμπεράσματα.

Το μη προσοδοφόρο οικονομικό έδαφος και το δυσμενές πολιτικό περιβάλλον για επενδύσεις μπορεί να παρουσιάσει σημαντικές επιπτώσεις στην αξία των επιχειρήσεων. Επιπλέον, η οικονομική κρίση που άρχισε να εμφανίζεται το 2008 καθώς και οι προβλέψεις για πιθανή πτώχευση της Ελλάδας, έχει αρνητική επιρροή στις εταιρείες οπότε κάποια συμπεράσματα στα οποία κατέληξε η παρούσα εργασία μπορεί να ανατραπούν.

Παρόλο που παρουσιάστηκαν αρκετές ερμηνείες των αποτελεσμάτων, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι αυτές οι ερμηνείες θα ήταν συνετό να αντιμετωπίζονται με περίσκεψη δεδομένου της εξάρτησης από μόνο τέσσερις παράγοντες – μεταβλητές για την ανάλυση.

Επιπρόσθετα, οι αριθμοδείκτες αποτελούν ιστορικά μεγέθη τα οποία απεικονίζουν μια κατάσταση που έγινε, ως εκ τούτου, δεν προβλέπουν, αλλά προΐδεάζουν. Συνεπώς κάθε ερευνητής θα ήταν συνετό να στηριχτεί και στη δική του εμπειρία για να διαμορφώσει άποψη σχετικά με την αξία της εκάστοτε εταιρείας και κλάδου.



### **5.3. Προτάσεις για μελλοντικές μελέτες**

Δεδομένου ότι η χρηματοδοτική πολιτική είναι σημαντική όσον αφορά την πορεία των επιχειρήσεων, η κεφαλαιακή διάρθρωση αποτελεί εξίσου σημαντικό χρηματοοικονομικό ζήτημα, το οποίο έχει μελετηθεί εμπειρικά σε βάθος και σε διεθνές επίπεδο. Για τη παρούσα μελέτη θα λέγαμε ότι υπάρχουν περιθώρια επέκτασης της έρευνας αυτής με ενσωμάτωση και άλλων επιχειρηματικών κλάδων κάτι που πιθανόν να συνέβαλε ώστε τα αποτελέσματα να αποκτήσουν μεγαλύτερη ισχύ. Επιπλέον ιδιαίτερο ενδιαφέρον θα παρουσίαζε η περαιτέρω εξερεύνηση του θέματος συγκρίνοντας την κεφαλαιακή διάρθρωση των ίδιων κλάδων αλλά σε διαφορετικές χώρες.

Στο μεθοδολογικό μέρος μπορούν να χρησιμοποιηθούν πέρα από τους παραπάνω αριθμοδείκτες και άλλοι δείκτες που απεικονίζουν παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την αξία μιας επιχείρησης όπως η αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων ή η φορολογική ασπίδα μη προερχόμενη από το χρέος. Τέλος στην συγκεκριμένη έρευνα η προσέγγισή περιορίστηκε στην περίοδο 2004 – 2009, πιθανόν μια μελλοντική μελέτη που θα στηριχθεί σε μεγαλύτερη χρονική περίοδο, να παρουσιάσει διαφοροποιημένα αποτελέσματα και συμπεράσματα στην κεφαλαιακή διάρθρωση των υπό εξέταση επιχειρήσεων.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ & ΛΟΙΠΕΣ ΠΗΓΕΣ

### ΑΡΘΡΑ

Andrade. G., and S. Kaplan, (1998), “How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed”, Journal of Finance VOL. LIII, NO. 5, pp. 1443-1494

Ang, J.S., J.H.Ghua, and J.J. McGonnell, (1982), “The Administrative Gosts of Gorporate Bankruptcy: A Note”, Journal of Finance, Vol. 37, pp. 337-48.

Asquith, Paul and David W. Mullins, Jr., (1986). “Equity Issues and Offering Dilution.”, Journal of Financial Economics. 15:2, pp. 61–89.

Aydin Ozkan, (2001) “Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK” Company Panel Data Journal of Business Finance & Accounting, 28(1) & (2)

Barclay Michael J. Clifford Smith , (2005) “The Capital structure puzzle:The evidence Revisited”, Journal of Applied Corporate Finance, Vol 17

Bevan, And Danbolt, J., (2000) “Dynamics in the Determinants of Capital structure in the United Kingdom.” Department of Accounting and Finance University of Glasgow Working Paper Series pp. 1-37.

D’Mello, Ranjan and Stephen P. Ferris. (2000). “The Information Effects of Analyst Activity at the Announcement of New Equity Issues.” Financial Management, 29:1, pp. 78–95

Dierkens, Natalie. (1991). “Information Asymmetry and Equity Issues.” Journal of Financial and Quantitative Analysis. June, 26:2, pp.181–99.

Fama, Eugene F. (1978). “The Effects of a Firm’s Financing and Investment Decisions on the Welfare of its Security Holders.” American Economic Review. June, 68:3, pp. 272–284.

Fama, E., and K. French, (2000), “Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt”, working paper, University of Chicago and Sloan School of Management (MIT).

Ferri, M.G. and W.H.Jones (1979), “Determinant of Financial Structure: A New Methodological Approach”, Journal of Finance, Vol. 34, pp. 631-44.

Galai, D., and R. Masulis, (1976), “The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock,” *Journal of Financial Economics* 3, pp 631-644.

Ghung, K.H. (1993), “Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 20, No. 1 (January), pp. 83-98.

Graham, John R. (2000). “How Big Are the Tax Benefits of Debt?” *Journal of Finance*. October, 55:5. pp. 1901–1940

Haugen, R., and L. Senbet, (1977), “The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure”, *Journal of Finance* 23, 383-393.

Homaifar, G.,J. Zietz and O. Benkato (1994), “An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 21, No. 1 (January), pp. 1-14.

Jensen, Michael C. and William H. Meckling. (1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.” *Journal of Financial Management*. 3:4, pp. 305–360.

Jensen, Michael C. (1986). “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.” *The American Economic Review*, Vol 76, no. 2, May, pp. 323-329

Kim, W.S. and E.H. Sorensen (1986), “Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy”, *Journal of Financial and Qualitative Analysis*, Vol. 21, pp. 131-44.

Miller, Merton H. (1977). “Debt and Taxes.” *Journal of Finance*. May 32:2, pp. 261–76.

Miller, Merton H. (1989). “The Modigliani- Miller Propositions After Thirty Years.” *Journal of Applied Corporate Finance*. Spring, 2:1, pp. 6–18.

Modigliani, Franco and Merton H. Miller. (1958). “The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment.” *American Economic Review*. June 48:4, pp. 261–97.

Modigliani, Franco and Merton H. Miller. (1963). “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction.” *American Economic Review*. June, 53:3, pp. 443–53.

Murray Z. Frank and Vidhan K. Goyal, April 17, (2003), “Capital Structure Decisions”, Unpublished working paper, University of British Columbia, pp. 1-55

Myers, Stewart C. (1977). “Determinants of Corporate Borrowing.” *Journal of Financial Economics*. November, 5:2, pp.147–175.

- Myers, Stewart C. (1984). “Capital Structure Puzzle” *Journal of Finance* Vol.39, pp.575-592.
- Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf. (1984). “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have.” *Journal of Financial Economics*. 13:2, pp. 187–221.
- Myers, Stewart C. (2001). “Capital Structure.” *Journal of Economic Perspectives* Vol.15, pp.81-102.
- Rajan, Raghuram G. and Luigi Zingales. (1995). “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data.” *Journal of Finance*. December, 50:5, pp. 1421–1460.
- Ross, Stephen A. (1977). “The Determination of Financial Structure: the Incentive-Signalling Approach.” *Bell Journal of Economics*. Spring, 8:1, pp. 23–40.
- Senbet L. & J.Seward (1995) “Financial Distress, Bankruptcy and Reorganization” *Handbooks in OR & MS* Vol. 9 Elsevier, pp. 944-945
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny. (1989). “Management Entrenchment: The Case of Manager- specific Investments.” *Journal of Financial Economics*. 25, pp. 123–39.
- Shyam-Sunder, Lakshmi and Stewart C. Myers. (1999). “Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure.” *Journal of Financial Economics*. 51, pp. 219–244.
- Smith, C. & J. Warner (1979). “On financial contracting: an analysis of bond covenants”. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117-161
- Titman, S. and R. Wessels (1988), “The Determinants of Capital Structure Choice”, *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 1-19
- Warner, J.B. (1977), “Bankruptcy Costs: Some Evidence”, *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 337-48.
- Watson D. Head A. (2010) “Corporate Finance Principles & Practice” (5<sup>th</sup>). *Financial Times Prentice Hall* pp.291
- Weiss, Lawrence A., (1990), “Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims”, *Journal of Financial Economics* 27, 285–314.
- Wolfgang Drobetz Roger Fix, (2003) “What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland” *Swiss Journal of Economics and Statistics*, pp. 1-37

## **BIBΛΙΑ**

Brealey, Richard A. and Stewart C. Myers. (2000). *Principles of Corporate Finance*, 6th ed. Burr Ridge, IL: Irwin McGraw-Hill.

Donald H. Chew, jr, (1998) “The New Corporate Finance: where theory meets practice”, 2<sup>nd</sup> McGraw-Hill, New York, USA

Economist Intelligence Unit, (2008) “How technology sectors grow: Benchmarking IT industry competitiveness October 1st 2008

Groppelli, Angelico A.; Ehsan Nikbakht (2000). *Finance*, 4th ed. Barron's Educational Series, Inc

Peterson, Pamela Frank J. Fabozzi (1999). *Analysis of Financial Statements*. New York: Wiley.

## **ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ**

[www.ase.gr](http://www.ase.gr)

[www.capital.gr](http://www.capital.gr)

[www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr)

[www.iobe.gr](http://www.iobe.gr)

[www.observatory.gr](http://www.observatory.gr)

[www.sate.gr](http://www.sate.gr)

[www.sepe.gr](http://www.sepe.gr)

Κεφαλαιακή διάρθρωση και εφαρμογές στις ελληνικές επιχειρήσεις

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΚΛΑΔΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ

ΣΤΟΙΧΕΙΑ-ΔΕΙΚΤΕΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧ ΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡ ΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	2004											
INTRALOT	271.972	130.698	114.080	27.194	141.274	314.223	99.189	51,94%	41,95%	10,00%	1,08	2,12
CENTRIC	10.892	4.153	6.708	31	6.739	13.843	-303	61,87%	61,58%	0,28%	1,52	2,47
INFORM ΛΥΚΟΣ Π.	108.454	35.373	20.352	15.021	35.373	74.919	6.428	32,62%	18,77%	13,85%	1,00	1,70
INFORMER	59.081	62.502	26.025	2.291	27.603	29.619	5.202	46,72%	44,05%	3,88%	0,44	0,69
SPACE HELLAS	22.750	7.938	13.226	1.586	14.812	25.348	1.456	65,11%	58,14%	6,97%	1,87	9,88
ALTEC	306.760	74.847	149.073	82.840	231.913	234.944	-905	75,60%	48,60%	27,00%	3,10	0,74
BYTE COMPUTER	32.598	17.308	15.000	290	15.291	40.568	2.819	46,91%	46,02%	0,89%	0,88	2,22
PROFILE	19.968	10.122	7.634	2.212	9.846	8.201	806	49,31%	38,23%	11,08%	0,97	1,22
ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ Α.Ε.	11.999	7.756	3.706	536	4.242	8.240	458	35,35%	30,89%	4,47%	0,55	0,61
QUALITY & RELIABILITY	16.557	11.780	4.549	229	4.778	10.303	1.390	28,86%	27,47%	1,38%	0,41	8,53
COMPUCON	15.233	8.066	2.518	4.648	7.166	6.711	-210	47,04%	16,53%	30,51%	0,89	1,28
UNISYSTEMS	66.768	50.217	10.726	5.825	16.551	40.976	5.509	24,79%	16,06%	8,72%	0,33	1,38
HITECH SNT	21.831	9.252	6.734	5.845	12.579	10.290	935	57,62%	30,85%	26,77%	1,36	1,81
SINGULARLOGIC	44.362	-15.584	57.880	2.067	59.947	45.143	-7.289	135,13%	130,47%	4,66%	0,00	0,00
HELLAS ON LINE	5.312	4.601	662	48	711	3.993	-266	13,38%	12,46%	0,90%	0,15	0,63
LOGISMOS	9.107	6.530	2.460	117	2.577	3.614	318	28,30%	27,01%	1,28%	0,39	0,94
ΙΛΥΔΑ	9.710	7.645	2.027	38	2.065	5.422	1.629	21,27%	20,88%	0,39%	0,27	0,91
Μέσος								48,34%	39,41%	9,00%	0,90	2,18
Τυπική Απόκλιση								27,17%	26,90%	9,70%	0,75	

ΣΤΟΙΧΕΙΑ-ΔΕΙΚΤΕΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧ ΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡ ΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	2005											
INTRALOT	425.283	201.239	176.082	47.962	224.044	522.964	150.491	52,68%	41,40%	11,28%	1,11	4,75
INFORM ΛΥΚΟΣ Π.	98.991	27.396	14.537	12.859	27.396	70.542	8.984	27,68%	14,69%	12,99%	1,00	2,79
CENTRIC	12.525	4.340	8.154	31	8.185	15.946	501	65,35%	65,10%	0,25%	1,89	0,77
ALTEC	287.302	75.921	146.916	65.465	211.381	179.315	4.500	73,57%	50,79%	22,79%	2,78	0,73
INFORMER	62.502	32.970	27.896	2.525	29.531	31.018	3.068	47,25%	44,63%	4,04%	0,90	1,25
BYTE COMPUTER	31.143	17.774	12.822	547	13.369	40.258	2.964	42,93%	41,17%	1,76%	0,75	1,73
SPACE HELLAS	25.346	9.522	14.373	1.451	15.824	24.822	1.108	62,43%	56,71%	5,72%	1,68	7,58
PROFILE	20.125	11.168	6.964	1.994	8.958	10.448	1.451	44,51%	34,60%	9,91%	0,80	0,80
ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ Α.Ε.	14.963	7.759	6.531	673	7.204	8.806	735	48,15%	43,65%	4,50%	0,93	0,56
QUALITY & RELIABILITY	16.965	11.785	4.998	182	5.180	7.122	2	30,53%	29,46%	1,07%	0,44	3,50
COMPUCON	13.262	6.529	3.278	3.454	6.733	4.419	-1.644	50,77%	24,72%	26,04%	1,03	0,80
SINGULARLOGIC	43.364	-10.476	40.232	13.608	53.840	37.137	-7.259	124,16%	92,78%	31,38%	0,00	0,00
UNISYSTEMS	69.975	51.193	15.472	3.310	18.782	44.332	3.872	26,84%	22,11%	4,73%	0,37	1,22
HITECH SNT	20.350	4.756	10.109	5.486	15.595	10.157	-4.278	76,63%	49,68%	26,96%	3,28	1,46
HELLAS ON LINE	6.165	5.222	895	48	942	4.625	949	15,28%	14,52%	0,78%	0,18	0,42
LOGISMOS	9.114	6.532	2.438	145	2.582	3.017	91	28,33%	26,75%	1,59%	0,40	0,53
ΙΛΥΔΑ	11.430	9.247	1.748	436	2.183	5.754	1.411	19,10%	15,29%	3,81%	0,24	0,51
Μέσος								49,19%	39,30%	9,98%	1,04	1,73
Τυπική Απόκλιση								25,77%	19,86%	10,07%	0,88	

93

Κεφαλαιακή διάρθρωση και εφαρμογές στις ελληνικές επιχειρήσεις

ΣΤΟΙΧΕΙΑ-ΔΕΙΚΤΕΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧ ΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	T.M./Δ.Α
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	2006											
INTRALOT	793.117	290.052	193.061	310.004	503.065	791.448	223.638	63,43%	24,34%	39,09%	1,73	5,73
MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	13.459	11.173	2.267	19	2.286	3.643	-502	16,98%	16,84%	0,14%	0,20	0,90
INFORM ΛΥΚΟΣ Π.	105.032	74.556	19.988	10.487	30.475	69.128	8.395	29,01%	19,03%	9,98%	0,41	1,20
CENTRIC	14.937	5.387	9.519	31	9.550	16.269	1.074	63,93%	63,73%	0,21%	1,77	1,35
ALTEC	287.388	78.070	159.960	49.358	209.318	195.120	4.912	72,83%	55,66%	17,17%	2,68	2,58
INFORMER	46.080	30.887	15.193	0	15.193	26.912	-2.411	32,97%	32,97%	0,00%	0,49	1,25
BYTE COMPUTER	38.903	18.932	18.642	1.148	19.971	42.615	3.727	51,34%	47,92%	2,95%	1,05	2,07
SPACE HELLAS	28.854	10.751	14.897	3.206	18.103	30.716	1.450	62,74%	51,63%	11,11%	1,68	9,28
PROFILE	21.713	12.663	7.349	1.700	9.050	13.540	2.039	41,68%	33,85%	7,83%	0,71	1,82
ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ Α.Ε.	14.840	7.323	5.538	1.979	7.517	11.660	876	50,65%	37,32%	13,34%	1,03	0,71
QUALITY & RELIABILITY	17.897	11.737	5.959	202	6.160	9.070	220	34,42%	33,30%	1,13%	0,52	5,66
COMPUCON	13.062	5.833	4.630	2.598	7.228	6.522	-739	55,34%	35,45%	19,89%	1,24	1,02
SINGULARLOGIC	159.651	52.090	85.662	21.889	107.561	46.632	-4.512	67,37%	53,66%	13,71%	2,06	2,32
UNISYSTEMS	70.200	49.471	16.376	4.353	20.729	52.405	3.644	29,53%	23,33%	6,20%	0,42	1,63
HITECH SNT	14.443	2.673	9.119	2.657	11.770	5.376	-1.921	81,49%	63,14%	18,40%	4,40	1,63
HELLAS ON LINE	6.907	6.001	853	52	905	5.223	754	13,10%	12,35%	0,75%	0,15	0,77
LOGISMOS	9.941	6.538	2.918	487	3.403	3.105	55	34,23%	29,33%	4,90%	0,52	0,90
ΙΛΥΔΑ	12.448	9.874	2.212	362	2.574	6.139	1.544	20,68%	17,77%	2,90%	0,26	2,54
Μέσος								46,65%	36,20%	9,43%	1,19	2,41
Τυπική Απόκλιση								19,81%	15,81%	9,69%	1,05	

ΣΤΟΙΧΕΙΑ-ΔΕΙΚΤΕΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧ ΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	T.M./Δ.Α
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	2007											
INTRALOT	857.394	369.031	153.203	335.160	488.363	835.493	208.505	56,96%	17,87%	39,09%	1,32	10,25
HELLAS ONLINE	7.526	6.674	803	50	852	5.765	278	11,32%	10,67%	0,66%	0,13	5,09
MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	15.398	12.208	3.171	18	3.189	7.068	1.255	20,71%	20,59%	0,12%	0,26	1,11
INFORM ΛΥΚΟΣ Π.	152.341	80.090	59.697	12.554	72.251	73.435	7.623	47,43%	39,19%	8,24%	0,90	1,14
CENTRIC	43.630	7.145	11.884	24.602	36.485	173.788	1.668	83,62%	27,24%	56,39%	5,11	4,98
ALTEC	306.226	72.753	158.494	74.979	233.473	228.512	-984	76,24%	51,76%	24,48%	3,21	2,61
INFORMER	46.844	32.691	14.153	0	14.153	29.011	2.054	30,21%	30,21%	0,00%	0,43	1,11
BYTE COMPUTER	45.157	20.438	22.300	2.419	24.719	54.575	3.926	54,74%	49,38%	5,36%	1,21	2,65
SPACE HELLAS	41.883	11.364	28.776	1.693	30.469	44.756	1.829	72,75%	68,71%	4,04%	2,68	9,43
PROFILE	26.423	14.337	10.659	1.428	12.087	16.635	2.625	45,74%	40,34%	5,40%	0,84	2,40
ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ Α.Ε.	19.137	8.314	4.284	6.540	10.824	18.437	924	56,56%	22,39%	34,17%	1,30	3,92
LOGISMOS	9.906	6.567	2.547	791	3.339	3.800	142	33,71%	25,71%	7,99%	0,51	1,00
QUALITY & RELIABILITY	18.335	11.157	6.993	205	7.198	10.328	358	39,26%	38,14%	1,12%	0,65	9,63
ΙΛΥΔΑ	13.793	10.786	2.085	922	3.007	6.579	1.584	21,80%	15,12%	6,68%	0,28	2,66
COMPUCON	13.832	5.922	4.289	3.622	7.911	6.829	190	57,19%	31,01%	26,19%	1,34	1,28
SINGULARLOGIC	129.963	54.199	42.831	32.933	75.764	81.850	3.454	58,30%	32,96%	25,34%	1,40	2,80
Μέσος								47,91%	32,58%	15,33%	1,35	3,88
Τυπική Απόκλιση								20,07%	14,63%	16,38%	1,27	

Κεφαλαιακή διάρθρωση και εφαρμογές στις ελληνικές επιχειρήσεις

ΣΤΟΙΧΕΙΑ-ΔΕΙΚΤΕΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧ ΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	2008											
INTRALOT	1.022.764	337.805	196.325	488.634	684.959	1077.33	146.502	66,97%	19,20%	47,78%	2,03	4,28
HELLAS ONLINE	328.297	-24.571	181.283	171.586	352.869	107.536	-39.879	107,48%	55,22%	52,27%	0,00	0,00
INFORM ΛΥΚΟΣ Π.	183.292	91.142	40.834	51.315	92.149	127.923	8.917	50,27%	22,28%	28,00%	1,01	0,88
CENTRIC	46.061	14.932	9.175	21.955	31.129	604.571	6.355	67,58%	19,92%	47,67%	2,08	2,99
ALTEC	183.175	-78.955	179.155	82.977	262.130	127.273	-149.835	143,10%	97,81%	46,30%	0,00	0,00
INFORMER	41.116	23.175	17.294	648	17.941	14.633	9.649	43,64%	42,06%	1,58%	0,77	1,32
BYTE COMPUTER	43.040	21.347	20.171	1.522	21.693	51.419	3.136	50,40%	46,87%	3,54%	1,02	1,32
SPACE HELLAS	47.894	14.306	31.056	2.531	33.587	49.916	1.848	70,13%	64,84%	5,28%	2,35	5,67
PROFILE	28.234	15.016	11.853	1.365	13.218	16.542	1.678	46,82%	41,98%	4,83%	0,88	1,31
ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ Α.Ε.	40.979	7.360	17.291	16.328	33.619	29.342	1.357	82,04%	42,19%	39,84%	4,57	3,86
QUALITY & RELIABILITY	19.195	10.947	8.029	219	8.248	13.448	31	42,97%	41,83%	1,14%	0,75	6,14
ΙΛΥΔΑ	14.075	11.518	1.727	829	2.556	7.322	1.342	18,16%	12,27%	5,89%	0,22	2,14
COMPUCON	12.236	4.245	4.424	3.499	7.991	4.912	-1.989	65,31%	36,70%	28,60%	1,88	1,05
SINGULARLOGIC	161.283	62.830	62.029	36.424	98.452	107.029	11.454	61,04%	38,46%	22,58%	1,57	1,70
MLS	18.521	13.507	4.931	83	6.000	12.431	1.906	32,40%	26,62%	0,45%	0,44	0,79
LOGISMOS	10.661	6.658	2.377	1.624	4.002	4.108	207	37,54%	22,30%	15,23%	0,60	0,56
Μέσος								61,62%	39,41%	21,87%	1,26	2,11
Τυπική Απόκλιση								29,35%	20,42%	18,90%	1,12	

ΣΤΟΙΧΕΙΑ-ΔΕΙΚΤΕΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧ ΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	2009											
INTRALOT	1.055.507	331.206	193.181	531.120	724.301	903.553	104.450	68,62%	18,30%	50,32%	2,19	2,03
HELLAS ONLINE	398.417	18.113	200.962	179.340	380.303	160.142	-47.328	95,45%	50,44%	46,01%	21,00	14,08
MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	20.494	14.494	5.814	186	5.014	14.787	2.534	24,47%	28,37%	0,91%	0,35	1,23
CENTRIC	54.723	21.609	11.810	21.304	33.114	758.563	7.482	60,51%	21,58%	38,93%	1,53	1,54
INFORM ΛΥΚΟΣ Π.	173.888	90.401	35.222	48.265	83.487	106.491	5.346	48,01%	20,26%	27,76%	0,92	0,38
INFORMER	26.537	33.684	2.489	1.364	3.853	6.758	-5.457	14,52%	9,38%	5,14%	0,11	0,43
SPACE HELLAS	55.310	14.750	38.148	2.412	40.560	49.687	318	73,33%	68,97%	4,36%	2,75	4,48
ALTEC	102.848	-82.992	93.744	92.096	185.840	33.453	-17.250	180,69%	91,15%	89,55%	0,00	0,00
BYTE COMPUTER	41.719	21.175	19.334	1.209	20.543	39.041	1.001	49,24%	46,34%	2,90%	0,97	0,81
PROFILE	28.223	13.793	11.966	2.463	14.429	13.288	-985	51,12%	42,40%	8,73%	1,05	0,76
ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ Α.Ε.	41.788	6.779	19.065	15.943	35.008	23.519	-706	83,78%	45,62%	38,15%	5,16	2,46
ΙΛΥΔΑ	13.436	8.919	3.287	1.299	4.517	4.509	-2.124	33,62%	24,46%	9,67%	0,51	3,49
QUALITY & RELIABILITY	16.548	10.593	5.431	511	5.954	8.481	-125	35,98%	32,82%	3,09%	0,56	2,94
LOGISMOS	11.536	6.716	3.142	1.677	4.820	3.023	109	41,78%	27,24%	14,54%	0,72	0,39
COMPUCON	10.102	2.122	3.654	4.326	7.980	3.649	-1.650	78,99%	36,17%	42,82%	3,76	0,76
Μέσος								62,68%	37,57%	25,46%	2,77	2,39
Τυπική Απόκλιση								38,44%	20,49%	24,33%	5,07	



Κεφαλαιακή διάρθρωση και εφαρμογές στις ελληνικές επιχειρήσεις

ΚΛΑΔΟΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧ ΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α.
2004												
COΣMOTE	1.678.969	999.479	629.834	49.656	679.490	1.587.797	482.347	40,47%	37,51%	2,96%	0,68	4,33
OTE	10.404.000	4.831.400	2.003.200	3.569.400	5.572.600	5.219.300	516800	53,56%	19,25%	34,31%	1,15	1,16
FORTHNET	107.476	50.407	39.934	17.132	57.066	80.564	1.173	53,10%	37,16%	15,94%	1,13	0,88
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								49,04%	31,31%	17,74%	0,99	2,13
Τυπική Απόκλιση								6,06%	8,52%	12,86%	0,22	

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧ ΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α.
2005												
COΣMOTE	2.549.178	756.926	637.145	1.155.110	1.792.252	1.797.608	505.595	70,31%	24,99%	45,31%	2,37	6,85
OTE	11.049.600	4.513.400	2.231.500	4.304.700	6.536.200	5.475.100	3.300	59,15%	20,20%	38,96%	1,45	1,72
FORTHNET	124.769,27	50.335,82	35.066	39.367	74.433	91.559	321,30	59,66%	28,10%	31,55%	1,48	1,04
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								63,04%	24,43%	38,61%	1,76	3,20
Τυπική Απόκλιση								5,14%	3,25%	5,62%	0,43	

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧ ΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α.
2006												
COΣMOTE	4.688.114	695.198	1.079.441	2.913.475	3.992.916	2.382.350	502.101	85,17%	23,03%	62,15%	5,74	9,12
OTE	12.548.600	4.888.700	2.658.500	5.001.400	7.659.900	5.891.300	1.083.800	61,04%	21,19%	39,86%	1,57	1,88
FORTHNET	239.053	151.514	82.864	4.675	87.539	97.601	-19.380	36,62%	34,66%	1,96%	0,58	1,43
LAN-NET	158.706	63.116	67.001	21.999	95.590	60.949	-12.416	60,23%	42,22%	13,86%	1,51	0,29
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								60,77%	30,27%	29,45%	2,35	3,18
Τυπική Απόκλιση								17,17%	8,62%	23,33%	2,00	

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧ ΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α.
2007												
COΣMOTE	4.428.239	747.982	850.787	2.829.470	3.680.257	3.060.333	482.169	83,11%	19,21%	63,90%	4,92	10,48
OTE	11.699.200	3.054.600	3.576.400	5.068.200	8.644.600	6.319.800	1.154.800	73,89%	30,57%	43,32%	2,83	3,71
FORTHNET	266.435	123.517	807.599	61.118	142.918	118.842	-40.443	53,64%	303,11%	22,94%	1,16	2,45
LAN-NET	156.188	52.845	82.665	20.678	103.344	63.464	-31.635	66,17%	52,93%	13,24%	1,96	0,24
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								69,20%	101,46%	35,85%	2,72	4,22
Τυπική Απόκλιση								10,80%	117,06%	19,50%	1,40	

Κεφαλαιακή διάρθρωση και εφαρμογές στις ελληνικές επιχειρήσεις

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α.
2008												
ΟΤΕ	11.425.200	2.173.200	2.992.200	6.249.300	9.252.000	6.407.300	844.000	80,98%	26,14%	54,70%	4,26	3,62
FORTHNET	1.028.558	388.854	191.123	448.581	639.704	211.757	-54.573	62,19%	18,58%	43,61%	1,65	1,38
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								71,59%	22,36%	49,16%	2,95	2,50
Τυπική Απόκλιση								9,39%	3,78%	5,54%	1,31	

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	ΣΥΝ.ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α.
2009												
ΟΤΕ	10.294.000	1.979.700	2.078.300	6.236.000	8.314.300	5.984.100	780.700	80,77%	20,19%	60,58%	4,20	2,77
FORTHNET	1.084.075	348.458	216.402	519.215	735.617	371.767	-40.520	67,86%	19,96%	47,89%	2,11	0,61
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								74,31%	20,08%	54,24%	3,16	1,69
Τυπική Απόκλιση								6,46%	0,11%	6,34%	1,04	

ΚΛΑΔΟΣ ΚΛΩΣΤΟΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑΣ

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α.
2004												
ΚΑΡΑΤΖΗ	100.309	69.274	15.691	15.344	31.035	43410	2.384	30,94%	15,64%	15,30%	0,45	0,31
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	202.326	80.549	67.145	54.632	121.777	173.541	10.055	60,19%	33,19%	27,00%	1,51	0,67
ΜΟΥΖΑΚΗΣ	139.946	73.304	52.282	14.360	66.642	87.989	1.228	47,62%	37,36%	10,26%	0,91	0,43
ΚΛΩΣΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	36.265	27.735	5.223	3.307	8530	16.658	759	23,52%	14,40%	9,12%	0,31	0,59
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	5.386	3.339	1797,8	248,9	2046,7	3483	47,5	38,00%	33,38%	4,62%	0,61	2,19
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	169.512	82.091	56.853	30.568	87.421	101.507	5.344	51,57%	33,54%	18,03%	1,06	0,34
ΦΙΕΡΑΤΕΣ	61.571	29.719	20.829	11.023	31.852	42.522	259	51,73%	33,83%	17,90%	1,07	0,70
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	72.518	33.499	19.849	19.171	39.019	30.723	1.457	53,81%	27,37%	26,44%	1,16	0,40
ΕΛΦΙΚΟ	29.388	17.309	9.408	2.671	12.079	11.462	442	41,10%	32,01%	9,09%	0,70	0,38
ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	13.992	11.770	3.785	0	3.785	3.177	-1.590	27,05%	27,05%	0,00%	0,32	0,67
ΤΕΣΑΠΡΕΤ	34.688	19.009	11.077	4.603	15.680	12.259	371	45,20%	31,93%	13,27%	0,82	1,23
ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	363.517	95.246	166.969	101.302	268.271	154.383	-89.587	73,80%	45,93%	27,87%	2,82	0,04
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	70.036	49.480	20.526	12	20.538	51.850	-669	29,32%	29,31%	0,02%	0,42	0,50
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								44,14%	30,38%	13,76%	0,94	0,65
Τυπική Απόκλιση								13,91%	7,98%	9,16%	0,65	

Κεφαλαιακή διάρθρωση και εφαρμογές στις ελληνικές επιχειρήσεις

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗ ΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α
2005												
ΚΑΡΑΤΖΗ	105.973	70.251	21.446	14.276	35.722	46.796	2.440	33,71%	20,24%	13,47%	0,51	0,27
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	212.224	79.870	81.175	51.179	132.354	186.253	14.178	62,37%	38,25%	24,12%	1,66	0,66
ΜΟΥΖΑΚΗΣ	134.313	72.649	47.987	13.677	61.664	62.436	926	45,91%	35,73%	10,18%	0,85	0,27
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	168.000	86.241	48.999	32.760	81.759	88.207	7.336	48,67%	29,17%	19,50%	0,95	0,34
ΚΛΩΣΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	33.422	26.528	3.878	3.015	6.893	17.583	534	20,62%	11,60%	9,02%	0,26	0,31
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	70.604	31.332	18.072	21.201	39.273	27.615	-2.860	55,62%	25,60%	30,03%	1,25	0,17
ΦΙΕΡΑΤΕΞ	58.098	30.476	15.707	11.914	27.621	41.068	640	47,54%	27,04%	20,51%	0,91	0,24
ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	275.930	35.690	125.113	115.126	240.240	97.528	-61.313	87,07%	45,34%	41,72%	6,73	0,67
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	5.366	2.913	2.242,00	210,69	2.452	1.770	-409	45,71%	41,78%	3,93%	0,84	1,65
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	102.425	66.322	21.273,00	14.829,00	36.102	47.128	-2.676	35,25%	20,77%	14,48%	0,54	0,23
ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	35.112	21.383	11.435,00	2.295,00	13.729	13.342	235	39,10%	32,57%	6,54%	0,64	0,22
ΕΛΦΙΚΟ	29.304,6	16.704,0	10.249,6	2.350,6	12.600	10.203	-881	43,00%	34,98%	8,02%	0,75	0,22
ΤΕΣΑΠΡΕΤ	17.542,0	11.326,0	4.255,8	1.959,8	6.216	6.897	-1.886	35,43%	24,26%	11,17%	0,55	0,64
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								46,15%	29,79%	16,36%	1,26	0,46
Τυπική Απόκλιση								15,53%	9,14%	10,26%	1,61	

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗ ΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α
2006												
ΚΑΡΑΤΖΗ	114.880	71.709	24.753	18.418	43.171	48.116	60	37,58%	21,55%	16,03%	0,60	0,41
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	233.746	92.319	94.923	46.504	141.427	208.164	11.677	60,50%	40,61%	19,90%	1,53	1,02
ΜΟΥΖΑΚΗΣ	136.689	73.378	50.809	12.502	63.311	54.172	1.721	46,32%	37,17%	9,15%	0,86	0,52
ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	305.751	32.852	127.659	145.240	272.899	64.586	-49.337	89,26%	41,75%	47,50%	8,31	0,69
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	158.876	85.652	33.304	39.920	73.224	84.166	210	46,09%	20,96%	25,13%	0,85	0,48
ΚΛΩΣΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	31.258	26.075	2.459	2.724	5.183	18.172	-439	16,58%	7,87%	8,71%	0,20	0,48
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	61.184	26.862	17.141	17.182	34.322	27.951	-3.952	56,10%	28,02%	28,08%	1,28	0,21
ΦΙΕΡΑΤΕΞ	57.941	31.240	15.962	10.739	26.701	40.683	986	46,08%	27,55%	18,53%	0,85	0,39
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	4.870	2.805	1.836	229	2.065	3.089	-108	42,40%	37,70%	4,70%	0,74	2,07
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	118.338	51.597	38.126	13.472	51.598	64.282	-944	43,60%	32,22%	11,38%	1,00	0,50
ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	34.582	18.743	11.502	4.337	15.839	13.293	-169	45,80%	33,26%	12,54%	0,85	0,42
ΕΛΦΙΚΟ	30.326,3	16.154,6	12.073,0	2.098,0	14.171,0	8.716,0	-781,7	46,73%	39,81%	6,92%	0,88	0,41
ΤΕΣΑΠΡΕΤ	16.339,8	10.525,8	3.856,3	1.957,0	5.814,0	890,0	-801,0	35,58%	23,60%	11,98%	0,55	0,67
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								47,12%	30,16%	16,97%	1,42	0,64
Τυπική Απόκλιση								15,77%	9,47%	11,06%	2,01	

Κεφαλαιακή διάρθρωση και εφαρμογές στις ελληνικές επιχειρήσεις

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗ ΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α.
2007												
ΚΑΡΑΤΖΗ	132.077	68.264	48.177	15.636	63.814	60.560	-4.256	48,32%	36,48%	11,84%	0,93	0,48
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	251.331	109.779	105.623	35.929	141.552	238.812	11.267	56,32%	42,03%	14,30%	1,29	0,85
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	104.946	61.219	30.852	12.875	43.727	59.262	-5.851	41,67%	29,40%	12,27%	0,71	6,96
ΜΟΥΖΑΚΗΣ	134.851	71.287	51.088	12.476	63.564	46.369	546	47,14%	37,88%	9,25%	0,89	0,96
ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΥΨΑΝ	291.741	4.565	140.283	146.893	287.176	74.664	-38.472	98,44%	48,08%	50,35%	62,91	6,48
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ ΕΡΓΟΥΡΓΙΑ	5.851	2.697	2.885	268	3.154	2.156	-68,91	53,91%	49,31%	4,58%	1,17	6,32
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	161.706	77.727	33.001	50.977	83.979	82.741	-8.548	51,93%	20,41%	31,52%	1,08	0,44
ΚΛΩΣ/ΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	33.053	24.056	6.886	2.112	8.998	14.267	-2.373	27,22%	20,83%	6,39%	0,37	0,50
ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	33.770	18.547	10.893	4.329	15.223	14.787	-246	46,08%	32,26%	12,82%	0,82	0,47
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	52.571	22.417	5.121	25.034	30.154	23.230	-2.784	57,36%	9,74%	47,62%	1,35	0,39
ΕΛΦΙΚΟ	28.545	15.498	11.125	1.923	13.047	11.453	-872	46,71%	38,97%	6,74%	0,84	0,52
ΦΙΕΡΑΤΕΞ	49.943	29.609	10.829	9.505	20.334	36.977	567,50	40,71%	21,68%	19,03%	0,69	0,52
ΤΕΞΑΠΡΕΤ	16.364	10.225	4.238	1.901	6.139	10.208	-553,00	37,52%	25,90%	11,62%	0,60	0,82
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								50,10%	31,77%	18,33%	5,67	1,98
Τυπική Απόκλιση								16,04%	11,32%	14,62%	16,53	

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗ ΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α.
2008												
ΚΑΡΑΤΖΗ	120.071	69.446	37.757	12.868	50.625	64.871	839	42,16%	31,45%	10,72%	0,73	0,38
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	252.728	98.357	110.865	43.506	154.371	215.180	5.002	61,08%	43,87%	17,21%	1,57	0,48
ΜΟΥΖΑΚΗΣ	111.306	71.221	27.764	12.321	40.085	38.346	-7.296	36,01%	24,94%	11,07%	0,56	0,63
ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΥΨΑΝ	228.096	-48.865	232.076	44.885	276.961	29.851	-60.928	121,42%	101,74%	19,68%	0,00	0,00
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	162.037	70.235	51.668	40.134	91.802	81.642	-11.664	56,66%	31,89%	24,77%	1,31	0,20
ΚΛΩΣ/ΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	27.779	20.861	5.053	1.865	6.918	10.324	-3.237	24,90%	18,19%	6,71%	0,33	0,38
ΦΙΕΡΑΤΕΞ	47.980	26.927	12.125	8.627	20.753	29.698	-3.976	43,25%	25,27%	17,98%	0,77	0,29
ΤΕΞΑΠΡΕΤ	14.945	8.654	4.474	1.817	6.291	7.321	-2.082	42,09%	29,94%	12,16%	0,73	0,56
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	5.855	1.863	3.869	123,00	3.992	2.562	-834	68,18%	66,08%	2,10%	2,14	6,73
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	105.692	55.099	39.101	11.492	50.593	48.801	-6.912,86	47,87%	37,00%	10,87%	0,92	0,43
ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	33.378	17.166	13.366	2.844	16.212	13.231	-2.984	48,57%	40,04%	8,52%	0,94	0,28
ΕΛΦΙΚΟ	25.851	13.128	9.929	2.794	12.723	5.867	-2.855	49,22%	38,41%	10,81%	0,97	0,39
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	50.322	15.928	9.532	24.863	34.394	20.666	-6.301,86	68,35%	18,94%	49,41%	2,16	0,25
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								54,60%	39,06%	15,54%	1,01	0,84
Τυπική Απόκλιση								22,64%	21,68%	11,32%	0,61	

Κεφαλαιακή διάρθρωση και εφαρμογές στις ελληνικές επιχειρήσεις

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗ ΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α.
2009												
ΚΑΡΑΤΖΗ	111.143	72.021	27.560	11.562	39.122	56.382	3.685	35,20%	24,80%	10,40%	0,54	0,28
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	93.600	43.522	20.015	30.062	50.077	29.996	-11.877	53,50%	21,38%	32,12%	1,15	0,49
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	242.208	99.361	93.636	49.211	142.847	197.249	5.468	58,98%	38,66%	20,32%	1,44	0,34
ΜΟΥΖΑΚΗΣ	80.262	58.862	8.544	12.856	21.400	24.980	-7.967	26,66%	10,65%	16,02%	0,36	0,34
ΚΛΩΣ/ΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	22.282	17.127	3.380	1.775	5.155	11.870	-3.487	23,13%	15,17%	7,97%	0,30	0,26
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	147.492	55.241	70.831	21.420	92.251	64.324	-14.962	62,55%	48,02%	14,52%	1,67	0,12
ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	32.178	14.492	14.242	3.442	17.685	11.807	-2.547	54,96%	44,26%	10,70%	1,22	0,21
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	46.402	10.273	10.089	26.040	36.129	19.189	-5.527	77,86%	21,74%	56,12%	3,52	0,20
ΦΙΕΡΑΤΕΞ	42.765	24.850	10.173	7.742	17.915	22.371	-2.242	41,89%	23,79%	18,10%	0,72	0,18
ΕΛΦΙΚΟ	21.549	8.014	4.797	8.738	13.535	3.611	-4.457	62,81%	22,26%	40,55%	1,69	0,34
ΤΕΣΑΠΡΕΤ	14.242	6.524	3.975	3.743	7.718	5.594	-2.193	54,19%	27,91%	26,28%	1,18	0,49
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	3.908	1.653	2.132	123	2.255	2.409	-210	57,70%	54,55%	3,15%	1,36	4,67
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								50,79%	29,43%	21,35%	1,26	0,66
Τυπική Απόκλιση								15,37%	13,13%	14,57%	0,82	

ΚΛΑΔΟΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α.
2004												
J. & P. - ΑΒΑΣ	463.730	180.907	277.665	5.158	282.823	469.675	39.375	60,99%	59,88%	1,11%	1,56	1,71
ΑΘΗΝΑ	194.929	87.615	95.963	11.352	107.315	186.728	7.137	55,05%	49,23%	5,82%	1,22	0,49
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - ΔΑΠΠ	78.115	37.354	29.032	11.729	40.762	47.881	4.514	52,18%	37,17%	15,02%	1,09	0,22
ΙΝΤΡΑΚΑΤ	88.395	42.546	33.152	12.697	45.849	46.830	8.940	51,87%	37,50%	14,36%	1,08	6,72
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	331.117	208.954	85.286	36.877	122.163	120.034	20.918	36,89%	25,76%	11,14%	0,58	0,70
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	50.763	18.218	19.421	13.125	32.546	23.617	1.704	64,11%	38,26%	25,86%	1,79	1,48
ΑΕΓΕΚ	680.333	165.164	468.784	46.406	515.189	253.737	4.625	75,73%	68,91%	6,82%	3,12	4,69
ΕΚΤΕΡ	42.270	25.483	15.394	1.393	16.787	42.687	4.335	39,71%	36,42%	3,30%	0,66	0,77
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	73.804	50.392	22.932	480	23.412	25.573	4.728	31,72%	31,07%	0,65%	0,46	0,39
ΜΟΧΛΟΣ	186.686	85.431	75.760	25.396	101.155	382.659	11.492	54,21%	40,60%	13,61%	1,18	25,92
ΑΤΤΙ - ΚΑΤ	301.497	133.383	50.637	117.477	168.114	58.860	-2.097	55,76%	16,80%	38,96%	1,26	0,40
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ ΑΦΟΙ	38.672	19.820	17.645	1.206	18.851	21.089	164	48,75%	45,63%	3,12%	0,95	0,51
ΒΙΟΤΕΡ	190.901	74.987	95.789	20.126	115.914	107.327	9.441	60,72%	50,18%	10,54%	1,55	2,01
ΔΙΕΚΑΤ	130.905	14.930	83.152	32.831	115.975	123.737	8.827	88,59%	63,52%	25,08%	7,77	2,01
ΕΔΡΑΣΗ - ΨΑΛΛΙΔΑΣ	141.138	49.413	55.927	35.798	91.725	112.766	3.494	64,99%	39,63%	25,36%	1,86	0,50
ΓΕΝΕΡ	51.437	28.786	23.146	5.639	28.785	36.971	4.614	55,96%	45,00%	10,96%	1,00	0,38
ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	304.001	108.079	166.169	29.753	195.922	167.865	1.574	64,45%	54,66%	9,79%	1,81	0,32
ΤΕΡΝΑ	248.316	138.789	100.718	8.809	109.527	240.313	36.186	44,11%	40,56%	3,55%	0,79	2,07
ΕΡΓΑΣ	55.817	24.115	17.675	14.027	31.702	18.176	685	56,80%	31,67%	25,13%	1,31	0,40
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	275.409	240.288	164.918	75.370	240.288	104.478	-62.796	87,25%	59,88%	27,37%	1,00	0,22
Μέσος								57,49%	43,62%	13,88%	1,60	2,60
Τυπική Απόκλιση								14,32%	12,84%	10,42%	1,53	

Κεφαλαιακή διάρθρωση και εφαρμογές στις ελληνικές επιχειρήσεις

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε	Σ.Υ./Λ.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α
2006												
J. & P. - ΑΒΑΣ	453.400	179.018	269.542	4.841	274.382	357.481	20.316	60,52%	59,45%	1,07%	1,53	1,59
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - ΛΑΠΠΑ	84.136,00	41.799	15.107	10.029	42.337	50.652	8.748	50,32%	17,96%	11,92%	1,01	0,19
ΑΘΗΝΑ	217.363	75.383	133.503	8.477	141.980	115.163	-12.168	65,32%	61,42%	3,90%	1,88	0,58
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	383.480	222.530	121.604	39.347	160.951	116.935	26.668	41,97%	31,71%	10,26%	0,72	0,44
INTRAKAT	133.483,86	68.376,38	50.752	14.356	65.107	47.317	1.643	48,78%	38,02%	10,75%	0,95	2,64
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	44.320,89	18.956,37	19.437	5.927	25.365	18.226	2.399	57,23%	43,86%	13,37%	1,34	1,96
ΜΟΧΛΟΣ	158.168	60.534	79.586	18.048	97.634	329.18	-21.816	61,73%	50,32%	11,41%	1,61	26,05
ΑΕΓΕΚ	678.515	146.399	459.655	72.461	532.116	286.920	1.064	78,42%	67,74%	10,68%	3,63	3,21
ΕΚΤΕΡ	40.254,93	24.203,08	15.325	746	16.052	25.566	1.699	39,88%	38,07%	1,85%	0,66	0,76
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	84.222,11	43.369,67	39.312	1.540,43	40.852	36.164	-4.809,50	48,51%	46,68%	1,83%	0,94	0,31
ΑΤΤΙ - ΚΑΤ	345.536,00	134.611,75	35.894	175.031	210.924	68.813	1.556	61,04%	10,39%	50,65%	1,57	0,33
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ ΑΦΟΙ	36.301,67	20.205,57	15.897	199,49	16.096	23.625	697,99	44,34%	43,79%	0,55%	0,80	0,39
ΒΙΟΤΕΡ	174.057	67.987	95.619	10.451	106.070	75.177	1.500	60,94%	54,94%	6,00%	1,56	1,77
ΔΙΕΚΑΤ	132.861	7.192	88.781	36.888	125.669	95.651	2.780	94,59%	66,82%	27,76%	17,47	2,75
ΕΔΡΑΣΗ - ΨΑΛΛΙΔΑΣ	163.050	50.810	76.410	35.829	112.239	84.127	3.311	68,84%	46,86%	21,97%	2,21	0,38
ΓΕΝΕΡ	51.588	21.771	21.053	8.763	29.816	16.045	-666	57,80%	40,81%	16,99%	1,37	0,29
ΕΥΚΑΙΔΗΣ	196.951	163.708	155.965	7.743	163.708	78.623	4.683	83,12%	79,19%	3,93%	1,00	0,13
ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	280.811	109.757	154.915	16.139	171.054	134.254	11.410	60,91%	55,17%	5,75%	1,56	0,53
ΤΕΡΝΑ	468.086	287.961	195.140	92.821	287.961	245.209	23.012	61,52%	41,69%	19,83%	1,00	0,99
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								60,30%	47,10%	12,13%	2,25	2,38
Τυπική Απόκλιση								13,62%	16,27%	11,70%	3,65	

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε	Σ.Υ./Λ.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α
2006												
J. & P. - ΑΒΑΣ	534.040	189.610	317.031	27.399	344.430	360.294	28.169	64,50%	59,36%	5,13%	1,82	2,10
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - ΛΑΠΠΑ	94.305	54.700	19.916	19.690	39.605	56.683	16.769	42,00%	21,12%	20,88%	0,72	0,98
ΑΘΗΝΑ	225.184	87.673	107.998	29.513	137.511	150.002	1.252	61,07%	47,96%	13,11%	1,57	0,66
INTRAKAT	165.664	65.558	71.794	28.312	100.106	103.699	-2.61	60,43%	43,34%	17,09%	1,53	3,66
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	420.068	237.178	141.643	41.385	182.890	166.710	33.842	43,54%	33,72%	9,85%	0,77	0,66
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	44.829	23.416	10.625	10.787	21.413	14.771	4.065	47,77%	23,70%	24,06%	0,91	0,96
ΜΟΧΛΟΣ	157.969	64.926	80.664	12.379	93.043	365.271	3.590	58,90%	51,06%	7,84%	1,43	13,48
ΑΕΓΕΚ	630.869	64.606	459.960	106.033	566.262	195.172	-38.129	89,76%	72,91%	16,81%	8,76	17,61
ΕΚΤΕΡ	41.612	24.826	10.258	6.528	16.786	8.489	2.233	40,34%	24,65%	15,69%	0,68	0,63
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	84.709	39.745,33	35.538	9.426	44.964	20.451	-3.233	53,08%	41,95%	11,13%	1,13	0,15
ΑΤΤΙ - ΚΑΤ	386.618	134.294,83	61.512	190.811	252.323	132.149	3.968	65,26%	15,91%	49,35%	1,88	0,62
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ ΑΦΟΙ	36.114	16.147,83	16.321	4.247	19.966	29.862	617.170	55,29%	45,19%	11,76%	1,24	0,38
ΒΙΟΤΕΡ	180.957	71.742	98.333	10.883	109.216	77.944	3.518	60,35%	54,34%	6,01%	1,52	2,69
ΔΙΕΚΑΤ	139.408	17.426	95.043	26.939	121.982	88.700	7.353	87,50%	68,18%	19,32%	7,00	1,44
ΕΔΡΑΣΗ - ΨΑΛΛΙΔΑΣ	175.286	51.204	74.605	49.477	124.082	118.752	2.562	70,79%	42,56%	28,23%	2,42	0,31
ΓΕΝΕΡ	34.953	3.023	25.455	6.475	31.930	5.152	-16.860	91,35%	72,83%	18,52%	10,56	1,58
ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	308.966	119.357	160.288	29.321	189.609	180.251	13.234	61,37%	51,88%	9,49%	1,59	1,17
ΤΕΡΝΑ	577.885	186.525	247.513	143.937	391.360	313.163	30.825	67,72%	42,83%	24,91%	2,10	2,58
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								62,28%	45,19%	17,18%	2,65	2,87
ΣΥΝΟΛΟ								14,83%	16,52%	10,11%	2,84	

Κεφαλαιακή διάρθρωση και εφαρμογές στις ελληνικές επιχειρήσεις

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚ ΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠ ΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟ ΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧ ΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕ ΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡ ΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α
2007												
J. & P. - ΑΒΑΣ	954.039	249.769	461.549	242.721	704.270	683.341	33.828	73,82%	48,38%	25,44%	2,82	1,89
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - ΛΑΠΠ	115.969	66.383	21.550	28.036	49.586	64.003	21.861	42,76%	18,58%	24,18%	0,75	2,73
ΑΘΗΝΑ	248.976	81.262	102.466	65.257	167.713	180.144	-3.515	67,36%	41,15%	26,21%	2,06	0,93
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	530.575	282.428	187.393	60.753	248.146	226.142	71.616	46,77%	35,32%	11,45%	0,88	1,25
INTRAKAT	196.151	70.805	97.046	28.300	125.346	152.034	1.693	63,90%	49,47%	14,43%	1,77	3,51
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	52.957	29.455	11.040	12.462	23.502	13.292	6.832	44,38%	20,85%	23,53%	0,80	1,15
ΜΟΧΛΟΣ	167.291	64.705	84.485	18.101	102.586	374.087	7.659	61,32%	50,50%	10,82%	1,59	8,93
ΑΕΓΕΚ	321.102	91.719	202.736	26.647	229.383	184.222	-35.195	71,44%	63,14%	8,30%	2,50	12,75
ΕΚΤΕΡ	40.742,74	25.915,46	8.221	6.607	14.827	7.514	2.609	36,39%	20,18%	16,22%	0,57	0,70
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	86.903,66	34.626,84	37.909	14.368	52.277	26.618	-2.039	60,16%	43,62%	16,53%	1,51	0,41
ΑΤΤΙ - ΚΑΤ	418.253,34	136.149,75	103.097	179.006	282.104	180.318	5.919	67,46%	24,65%	42,80%	2,07	0,83
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ ΑΦΟΙ	39.102,47	15.506,50	20.079	3.517	23.596	33.625	1,66	60,34%	51,35%	8,99%	1,52	0,89
ΒΙΟΤΕΡ	204.574	71.734	81.115	51.724	132.839	72.548	3.185	64,93%	39,65%	25,28%	1,85	4,24
ΔΙΕΚΑΤ	99.943	9.081	76.656	14.206	90.862	98.697	-10.835	90,91%	76,70%	14,21%	10,01	2,50
ΕΔΡΑΣΗ - ΨΑΛΛΙΔΑΣ	219.744	75.729	118.561	25.454	144.015	121.646	2.799	65,54%	53,95%	11,58%	1,90	0,47
ΓΕΝΕΡ	26.249	1.271	21.393	3.585	24.978	1.097	-1.485	95,16%	81,50%	13,66%	19,65	2,90
ΤΕΡΝΑ	1.058.972	491.880	387.517	179.575	567.092	416450	32.981	53,55%	36,59%	16,96%	1,15	1,24
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								62,72%	44,45%	18,27%	3,14	2,78
Τυπική Απόκλιση								15,12%	17,76%	8,48%	4,62	

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚ ΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠ ΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟ ΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧ ΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕ ΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡ ΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α
2008												
J. & P. - ΑΒΑΣ	1.288.991	254.991	722.130	311.870	1.034.000	991.081	28.261	80,22%	56,02%	24,19%	4,06	1,36
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - ΛΑΠΠ	128.609	66.371	36.892	25.346	62.238	76.871	9.897	48,39%	28,69%	19,71%	0,94	1,48
ΑΘΗΝΑ	365.189	112.286	163.364	89.539	252.903	237.122	-7.460	69,25%	44,73%	24,52%	2,25	0,46
INTRAKAT	247.314	87.932	134.791	24.591	159.382	189.064	1.665	64,45%	54,50%	9,94%	1,81	3,17
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	638.358	273.812	266.947	976.000	364.547	230.942	45.288	57,11%	41,82%	152,89%	1,33	0,63
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	62.312	29.672	20.930	11.710	32.640	20.811	-0.182	52,38%	33,59%	18,79%	1,10	0,53
ΜΟΧΛΟΣ	186.812	106.193	71.593	34.600	106.193	153.428	7.489	56,84%	38,32%	18,52%	1,00	2,72
ΑΕΓΕΚ	77.483	32.216	28.097	17.169	45.266	1.962	-3.550	58,42%	36,26%	22,16%	1,41	32,98
ΕΚΤΕΡ	40.583	26.727	7.317	6.539	13.856	15.620	1.350	34,14%	18,03%	16,11%	0,52	0,43
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	54.256	23.396	28.878	1.983	30.860	6.566	-11.091	56,88%	53,23%	3,65%	1,32	0,29
ΑΤΤΙ - ΚΑΤ	434.737	129.828	141.381	163.528	304.910	250.456	-3.712	70,14%	32,52%	37,62%	2,35	0,35
ΒΙΟΤΕΡ	198.306	71.727	81.159	45.421	126.580	67.141	1.513	63,83%	40,93%	22,90%	1,76	2,34
ΕΔΡΑΣΗ - ΨΑΛΛΙΔΑΣ	216.324	55.851	90.399	70.074	160.473	108.150	-7.511	74,18%	41,79%	32,39%	2,87	0,38
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ ΑΦΟΙ	30.495	4.512	22.332	3.651	25.983	22.247	-11.803	85,20%	73,23%	11,97%	5,76	1,22
ΤΕΡΝΑ	673.863	134.984	470259	53426	538879	693225	30610	79,97%	69,79%	7,93%	3,99	0,01
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								63,43%	44,23%	28,22%	2,16	3,22
Τυπική Απόκλιση								13,12%	14,42%	34,41%	1,40	

Κεφαλαιακή διάρθρωση και εφαρμογές στις ελληνικές επιχειρήσεις

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΥΠΟΧΡ.	ΣΥΝ.ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	Σ.Υ./Σ.Ε.	Β.Υ./Σ.Ε.	Μ.Υ./Σ.Ε.	Σ.Υ./Ι.Κ.	Τ.Μ./Λ.Α.
	2009											
J. & P. - ΑΒΑΣ	1.378.155	274.706	827.794	275.655	1.103.449	945.659	34.884	80,07%	60,07%	20,00%	4,02	0,72
ΑΘΗΝΑ	369.103	116.207	175.628	77.268	252.896	230.025	3.993	68,52%	47,58%	20,93%	2,18	0,27
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - ΔΑΠΠ	114.877	64.745	27.968	22.164	50.132	71.158	1.868	43,64%	24,35%	19,29%	0,77	0,76
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	563.127	202.699	292.156	68.272	360.428	149.975	-64.135	64,00%	51,88%	12,12%	1,78	0,41
ΙΝΤΡΑΚΑΤ	263.983	90.958	150.788	22.236	173.025	210.162	2.156	65,54%	57,12%	8,42%	1,90	2,79
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	55.522	28.871	19.145	7.506	26.651	16.215	1.652	48,00%	34,48%	13,52%	0,92	0,47
ΑΕΓΕΚ	51.464	36.828	10.168	4.469	14.637	7.114,2	-70	28,44%	19,76%	8,68%	0,40	1,76
ΕΚΤΕΡ	37.575	26.638	7.673	3.263	10.936	17.949	1.456	29,11%	20,42%	8,68%	0,41	0,35
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	51.916	20.800	24.646	6.469	31.115	19653.94	-2.239	59,93%	47,47%	12,46%	1,50	0,28
ΜΟΧΛΟΣ	174.391	81.468	61.043	31.880	92.923	67.846	1.438	53,28%	35,00%	18,28%	1,14	2,85
ΑΤΤΙ - ΚΑΤ	380.524	100.737	134.789	144.999	279.788	113.298	-31.413	73,53%	35,42%	38,11%	2,78	0,36
ΒΙΟΤΕΡ	208.289	68.564	96.217	43.418	139.635	57.932	-1.913	67,04%	46,19%	20,85%	2,04	1,46
ΕΔΡΑΣΗ - ΨΑΛΛΙΔΑΣ	180.906	17.542	140.509	21.655	163.364	52.212	-46.453	90,30%	77,67%	11,97%	9,31	6,44
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ ΑΦΟΙ	30.495,0	4.512,5	22.332,0	3.650,7	25.982,6	22.246,6	-11.803,0	85,20%	73,23%	11,97%	5,76	0,59
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ								61,19%	45,05%	16,09%	2,49	1,39
Τυπική Απόκλιση								18,31%	17,46%	7,55%	2,36	